

## 水电发电量下滑，业绩有所波动

2024 年 10 月 27 日

► **事件：**10 月 25 日，公司发布 2024 年三季度报告，前三季度实现营业收入 14.66 亿元，同比下降 5.58%；归母净利润 2.65 亿元，同比下降 3.88%；扣非归母净利润 2.69 亿元，同比下降 2.65%。第三季度公司实现营业收入 5.93 亿元，同比下降 35.88%；归母净利润 1.32 亿元，同比下降 45.87%；扣非归母净利润 1.32 亿元，同比下降 46.07%。

► **Q3 降水减少影响水电发电量，10 月贵州降水有望转好。**据贵州气象局数据，8 月上中下旬降水量较同期均较少，9 月，全省降水量为 89.5 毫米，比常年偏少。2024 年 9 月，贵州省总发电量 208.6 亿千瓦时，同比增长 11.4%；其中，水力发电量 27.3 亿千瓦时，同比增长-22.8%。Q3 公司水电站所在流域来水偏少，2024 年前三季度公司 9 座水电站发电量合计发电 46.65 亿千瓦时，同比下降 5.33%，其中普定水电站同比下降 11.95%，光照水电站同比下降 30.19%，鱼塘/清溪/牛都水单站分别同比高增 77.59%，193.25%/103.05%。单 Q3 来看，公司水电发电量合计 18.85 亿千瓦时，同比减少 12.42 亿千瓦时，降幅 39.72%；其中除了鱼塘/清溪/牛都水单站实现同比增长外，其余水电站发电量均有所下滑。10 月中旬，全省平均降水量为 79.6 毫米，较常年同期偏多 192.2%，与常年同期相比，除习水和金沙偏少外，全省大部地区明显偏多 1~4 倍，公司 10 月发电量有望回升。

► **光伏项目持续推进，但整体经营压力较大。**公司依托北盘江流域梯级电站建设水光互补基地，已完全投产三个光伏项目（75 万千瓦），镇宁坝草一期项目仍在建设，上半年投产 1.22 万千瓦，仍有 14.36 万千瓦在建。2024 年前三季度公司光伏发电量为 6.15 亿千瓦时，同比下降 6.42%；2024Q3 公司光伏电站发电量合计 2.42 亿千瓦时，同比下降 4.6%，除镇宁坝草一期光伏电站实现同比增幅 66.8%外，其余光伏电站发电量均有所下滑。

► **资本投资预算降低，中期分红回报增强。**2024 年公司资本投资支出预算为 2.13 亿元，同比下降 62.63%，其中投资预算 0.5 亿元，将用于镇宁坝草一期光伏电站建设。当年资本投资减少将为公司提供更充足的现金流用于偿还债务或分红。8 月 27 日，公司发布中期分红方案，股利支付率达 32.10%，高于 2023 年的 30.68%，彰显了公司对未来的发展信心和积极的财务策略。

► **投资建议：**公司 Q3 水电发电量波动较大，但 10 月降水预期转好，叠加新能源项目投运，我们预计 24/25/26 年归母净利润为 3.04/4.43/5.39 亿元，24/25/26 年 EPS 分别为 0.71/1.04/1.26 元，对应 10 月 25 日收盘价 PE 分别为 22/15/13 倍，给予“谨慎推荐”评级。

**风险提示：**流域来水偏枯；市场交易电价波动；新项目投建进度不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,990	1,863	2,120	2,364
增长率 (%)	-23.8	-6.4	13.8	11.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	265	304	443	539
增长率 (%)	-36.1	14.7	46.0	21.7
每股收益 (元)	0.62	0.71	1.04	1.26
PE	26	22	15	13
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

15.82 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

## 相关研究

1. 黔源电力 (002039.SZ) 2024 年半年报点评：水电继续修复，单季度业绩同比高增-2024/08/28

2. 黔源电力 (002039.SZ) 2024 年一季报点评：趋势重于短期业绩，全年经营目标彰显弹性-2024/04/26

3. 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年年报点评：电量改善释放业绩弹性，债务优化带来内生增长-2024/03/30

4. 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年业绩预告点评：电量持续改善，资产整合或具良机-2024/01/30

5. 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年三季度报点评：来水初现曙光，“1+3”或具良机-2023/10/31

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,990	1,863	2,120	2,364
营业成本	963	958	1,070	1,177
营业税金及附加	23	22	25	28
销售费用	0	0	0	0
管理费用	130	84	95	106
研发费用	0	0	0	0
EBIT	874	799	930	1,053
财务费用	336	263	200	185
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-6	-4	-4	-5
营业利润	531	534	728	865
营业外收支	-5	-4	-4	-4
利润总额	526	530	724	861
所得税	77	74	101	121
净利润	450	456	622	740
归属于母公司净利润	265	304	443	539
EBITDA	1,428	1,403	1,612	1,812

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	253	608	1,196	1,601
应收账款及票据	94	77	87	97
预付款项	2	2	2	2
存货	2	0	0	0
其他流动资产	141	349	388	425
流动资产合计	492	1,035	1,674	2,126
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	14,864	14,420	14,253	13,990
无形资产	46	43	40	37
非流动资产合计	15,508	14,993	14,458	14,202
资产合计	15,999	16,028	16,132	16,329
短期借款	120	120	120	120
应付账款及票据	412	394	440	484
其他流动负债	2,112	2,085	2,127	2,167
流动负债合计	2,644	2,599	2,687	2,771
长期借款	6,191	5,891	4,391	2,891
其他长期负债	534	534	1,534	2,534
非流动负债合计	6,725	6,424	5,924	5,424
负债合计	9,369	9,023	8,611	8,195
股本	428	428	428	428
少数股东权益	2,814	2,967	3,146	3,347
股东权益合计	6,631	7,006	7,521	8,133
负债和股东权益合计	15,999	16,028	16,132	16,329

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-23.83	-6.41	13.81	11.53
EBIT 增长率	-33.81	-8.64	16.39	13.24
净利润增长率	-36.09	14.69	45.96	21.69
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	51.60	48.57	49.55	50.22
净利润率	22.60	24.48	29.36	31.31
总资产收益率 ROA	1.65	1.89	2.75	3.30
净资产收益率 ROE	6.94	7.52	10.13	11.27
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.19	0.40	0.62	0.77
速动比率	0.18	0.40	0.62	0.77
现金比率	0.10	0.23	0.45	0.58
资产负债率 (%)	58.56	56.29	53.38	50.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	17.18	15.00	15.00	15.00
存货周转天数	0.69	0.10	0.10	0.10
总资产周转率	0.12	0.12	0.13	0.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.62	0.71	1.04	1.26
每股净资产	8.93	9.45	10.23	11.19
每股经营现金流	4.22	2.46	3.64	4.07
每股股利	0.19	0.20	0.21	0.22
<b>估值分析</b>				
PE	26	22	15	13
PB	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.30	10.01	8.04	6.65
股息收益率 (%)	1.20	1.26	1.33	1.39

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	450	456	622	740
折旧和摊销	554	604	683	759
营运资金变动	455	-234	38	37
经营活动现金流	1,806	1,050	1,557	1,741
资本开支	-221	-94	-152	-507
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-221	-97	-156	-512
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-945	-300	-500	-500
筹资活动现金流	-1,558	-598	-813	-824
现金净流量	28	354	588	405

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026