

电价上涨对冲来水偏枯，下半年来水有望好转

川投能源(600674.SH)

推荐(维持)

核心观点:

● 事件:

公司发布2023年半年报,上半年实现营收5.47亿元,同比增长15.02%;实现归母净利润20.98亿元(扣非20.77亿元),同比增长34.47%(扣非增长35.41%);其中第二季度实现归母净利润9.62亿元(同比下降4.03%)。

● 来水偏枯导致投资收益下滑,资产负债率提升空间大

第二季度公司ROE(摊薄)2.79%(同比-0.4pct),投资净收益10.48亿元(同比-4.1%),投资收益下降导致第二季度归母净利润下滑,主要是由于来水偏枯导致雅砻江、大渡河等流域水电发电量下降。截至二季度末,公司资产负债率42.08%(同比+2.6pct),主要是由于投资并购加速,负债规模同比增长23.2%,后续仍有较大提升空间,从而进一步加大对清洁能源项目资源获取和项目并购的力度。

● 电价上涨对冲来水偏枯,下半年来水有望好转

根据国投电力公告,雅砻江水电上半年上网电量346.9亿千瓦时(同比-6.5%),平均上网电价0.325元/千瓦时(同比+9.8%);其中第二季度上网电量134.2亿千瓦时(同比-36.4%),平均上网电价0.342元/千瓦时(同比+16.7%)。上半年全国来水普遍偏枯,1-6月全国水电发电量同比下降22.9%,其中6月同比下降32.9%;1-6月四川省水电发电量同比下降8.2%,其中6月同比下降47%。进入下半年,受厄尔尼诺气候影响,水电出力边际改善明显,7月全国水电发电量同比下降17.5%,降幅比6月份收窄16.4pct。

● 增持国能大渡河10%股权即将完成,增加公司优质水电资产权益

根据1月5日重大资产购买预案(第二次修订稿),公司拟现金竞买国能集团持有的大渡河公司10%股权,交易金额为40.13亿元。购买完成后,上市公司对大渡河公司的持股比例将由10%提升至20%。截至2022年5月31日,大渡河公司拥有已投运电站控股装机容量11.74GW,权益装机容量11.12GW,核准在建电站控股装机容量3.52GW,权益装机容量2.78GW;大渡河公司2021年及2022年1-5月实现归母净利润分别为20.34亿元以及2.69亿元。购买完成后,公司将对应增加权益装机容量1.11GW,有助于增强公司盈利能力,并将进一步增加公司优质水电资产权益。根据7月26日公告,公司已向国能集团支付全部股权转让款,待工商变更登记手续完成后,资产购买即实施完毕。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-8-17

A股收盘价(元)	15.02
股票代码	600674
A股一年内最高价(元)	15.27
A股一年内最低价(元)	10.62
沪深300	3831.10
市盈率(TTM)	16.6
总股本(万股)	446,082
实际流通A股(万股)	446,082
流通A股市值(亿元)	670

相对沪深300表现图



● **雅砻江流域水风光互补发展，新能源成长空间广阔**

公司持股 48%的雅砻江公司享有雅砻江流域开发权，目前雅砻江流域水风光一体化示范基地已投产水风光装机规模 2063 万千瓦，在建水电 372 万千瓦、抽水蓄能 120 万千瓦，风光新能源 143 万千瓦，在建项目投运后将带来 30%以上的装机成长空间。依托梯级水电站调度和调节，可以有效平滑风光出力的波动性，提高风光利用率，实现梯级发电效益最大化。雅砻江流域风光资源丰富，待开发规模超过 4000 万千瓦，我们预计后续雅砻江公司将继续推进沿江风电、光伏发电项目的并购和开发。

● **估值分析与评级说明**

我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 46.44 亿元、49.65 亿元、52.12 亿元，对应 PE 分别为 14.4 倍、13.5 倍、12.9 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

来水量低于预期；上网电价下调；新能源项目拓展不及预期；消纳能力不足导致弃水量上升。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1420.41	1582.01	1642.01	1732.01
收入增长率%	12.43	11.38	3.79	5.48
净利润（百万元）	3515.27	4644.42	4965.03	5212.03
利润增速%	13.86	32.12	6.90	4.97
毛利率%	38.51	39.31	38.97	38.50
摊薄 EPS(元)	0.80	1.04	1.11	1.17
PE	15.37	14.43	13.49	12.85
PB	1.61	1.74	1.54	1.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	4467.34	4453.85	4915.88	5086.77	营业收入	1420.41	1582.01	1642.01	1732.01
现金	841.90	1074.14	1274.89	1475.63	营业成本	873.47	960.11	1002.11	1065.11
应收账款	654.75	573.18	675.90	670.24	营业税金及附加	38.66	31.64	32.84	34.64
其它应收款	629.84	368.67	555.37	494.72	营业费用	9.10	11.87	9.03	8.66
预付账款	4.61	8.64	7.15	8.60	管理费用	196.73	221.48	229.88	242.48
存货	101.13	134.88	128.41	143.06	财务费用	516.43	438.87	483.62	545.94
其他	2235.12	2294.33	2274.16	2294.53	资产减值损失	-28.51	-200.34	-200.17	-200.20
非流动资产	50246.47	55647.29	62576.58	68899.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	36082.62	39662.44	44662.44	48952.36	投资净收益	3914.58	5081.20	5439.34	5743.83
固定资产	6398.16	7436.39	8374.62	9212.85	营业利润	3597.10	4781.51	5108.93	5364.96
无形资产	500.94	653.87	799.78	957.25	营业外收入	5.36	2.00	2.00	2.00
其他	7264.76	7894.58	8739.73	9777.21	营业外支出	-11.85	5.00	5.50	6.00
资产总计	54713.82	60101.14	67492.46	73986.44	利润总额	3614.30	4778.51	5105.43	5360.96
流动负债	7937.78	7607.57	7955.68	6155.58	所得税	41.99	60.97	62.23	66.87
短期借款	2562.39	2040.40	2288.14	347.02	净利润	3572.31	4717.54	5043.20	5294.09
应付账款	239.95	259.52	273.08	289.07	少数股东损益	57.05	73.12	78.17	82.06
其他	5135.44	5307.64	5394.47	5519.49	归属母公司净利润	3515.27	4644.42	4965.03	5212.03
非流动负债	11577.19	12577.19	14577.19	17577.19	EBITDA	553.74	1130.16	1235.87	1350.07
长期借款	4127.72	5127.72	7127.72	10127.72	EPS (元)	0.80	1.04	1.11	1.17
其他	7449.47	7449.47	7449.47	7449.47					
负债合计	19514.97	20184.76	22532.88	23732.77	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1382.02	1455.14	1533.31	1615.37	营业收入	12.43%	11.38%	3.79%	5.48%
归属母公司股东权益	33816.83	38461.24	43426.27	48638.30	营业利润	13.04%	32.93%	6.85%	5.01%
负债和股东权益	54713.82	60101.14	67492.46	73986.44	归属母公司净利润	13.86%	32.12%	6.90%	4.97%
					毛利率	38.51%	39.31%	38.97%	38.50%
					净利率	247.48%	293.58%	302.38%	300.92%
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	10.40%	12.08%	11.43%	10.72%
经营活动现金流	613.53	1540.93	1051.90	1498.14	ROIC	0.44%	0.58%	0.53%	0.50%
净利润	3572.31	4717.54	5043.20	5294.09	资产负债率	35.67%	33.58%	33.39%	32.08%
折旧摊销	329.03	806.46	898.92	1000.13	净负债比率	55.44%	50.57%	50.12%	47.23%
财务费用	529.04	457.29	506.36	572.69	流动比率	0.56	0.59	0.62	0.83
投资损失	-3910.39	-5081.20	-5439.34	-5743.83	速动比率	0.55	0.56	0.60	0.80
营运资金变动	18.57	437.51	-160.91	170.87	总资产周转率	0.03	0.03	0.02	0.02
其它	74.98	203.34	203.67	204.20	应收帐款周转率	2.17	2.76	2.43	2.58
投资活动现金流	-1196.72	-1329.42	-2592.54	-1783.59	应付帐款周转率	5.92	6.10	6.01	5.99
资本支出	-647.26	-2830.79	-3031.88	-3237.51	每股收益	0.80	1.04	1.11	1.17
长期投资	-2346.63	-3579.83	-5000.00	-4289.91	每股经营现金	0.14	0.35	0.24	0.34
其他	1797.17	5081.20	5439.34	5743.83	每股净资产	7.58	8.62	9.74	10.90
筹资活动现金流	418.05	20.73	1741.38	486.18	P/E	15.37	14.43	13.49	12.85
短期借款	-2273.16	-521.98	247.74	-1941.13	P/B	1.61	1.74	1.54	1.38
长期借款	1389.11	1000.00	2000.00	3000.00	EV/EBITDA	123.74	71.86	67.37	62.30
其他	1302.10	-457.29	-506.36	-572.69	PS	47.17	42.35	40.80	38.68
现金净增加额	-165.13	232.25	200.74	200.74					

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深沪地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn