

来水偏枯影响发电, 雅砻江贡献主要业绩

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报, 实现营收5.5亿元, 同比增长15.0%; 实现归母净利润21.0亿元, 同比增长34.5%。
- **Q2来水偏枯水电发电量下滑, 市场化交易拉升水电价格。** 23Q2公司实现营收/归母净利润3.0/9.6亿元, 同比分别下滑2%/5%, 主要系Q2公司控股电站所在流域来水较去年同期偏枯, 水电发电量下滑所致。2023H1, 公司控股企业累积完成发电量17.0亿千瓦时, 同比增加5.4%, 水电/光伏分别发电16.0/1.0亿千瓦时, 水电发电量同比下滑0.8%; 受市场化售电影响, 公司水电企业平均上网电价阶段性提升至0.246元/千瓦时, 同比增加7.0%; 公司参控股电力总装机达35GW, 权益装机15GW。
- **雅砻江公司业绩贡献突出, 在建水风光装机约5GW。** 2023H1, 雅砻江公司贡献投资收益20.6亿元, 贡献率达91%; 雅砻江公司已投产水风光装机规模约21GW, 总库容达249亿立方米(加上两河口/锦屏/二滩), 具有超强的流域调节能力; 在建水电3.7GW、抽水蓄能1.2GW, 风光新能源1.4GW, 借助联合优化调度的显著优势, 实现梯级发电效益最大化。
- **积极拓展清洁能源项目, 投资收益拉动业绩增长。** 公司深化与广西玉柴新能源公司的合作, 合资成立益攀公司, 开展分布式光伏项目业务, 同时, 公司加大对清洁能源项目资源获取和项目并购的力度, 不断做强做优做大清洁能源主业。2023H1, 公司实现投资净收益23亿元, 同比增加30.1%, 占归母净利润的109%, 中核汇能、国能大渡河分别贡献0.9/0.8亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为42.7/47.6/52.7亿元, 对应2023-2025年PE分别为15.7/14.1/12.7倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 水电站建设进度或不及预期、电力行业用电需求下滑风险、水电站所在流域降水量波动以及政策风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1420.41	1542.61	1666.03	1951.75
增长率	12.43%	8.60%	8.00%	17.15%
归属母公司净利润(百万元)	3515.27	4270.33	4757.23	5268.99
增长率	13.86%	21.48%	11.40%	10.76%
每股收益EPS(元)	0.79	0.96	1.07	1.18
净资产收益率ROE	10.15%	11.56%	12.11%	12.58%
PE	19.1	15.7	14.1	12.7
PB	1.90	1.79	1.68	1.57

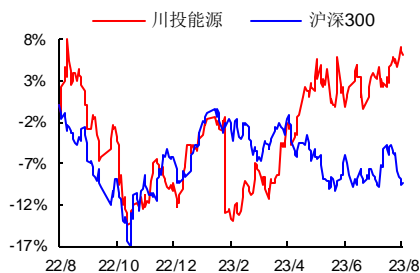
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋
执业证号: S1250523070005
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	44.61
流通A股(亿股)	44.61
52周内股价区间(元)	10.99-15.37
总市值(亿元)	670.02
总资产(亿元)	613.34
每股净资产(元)	7.52

相关研究

1. 川投能源(600674): “一主双辅”布局优势明显, 雅砻江水电拉动业绩增长(2023-04-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：电力系公司主要业务，其中水电占比最高，对营收贡献最大。考虑公司发展规划，预计 2025 年银江水电站建成投产，可新增装机容量约 39 万千瓦，因此预计 23-25 年公司水电发电量分别为 48.5/49.0/60.1 亿千瓦时。近几年水电上网电价较为稳定，因此预计 23-25 年水电上网电价维持在 0.2 元/千瓦时。

假设 2：公司近年大力发展高新技术产业，相关业务已逐步发展为可靠营收来源，产业布局效果明显。其中硬件产品业务增长相对有限，主要得益于软件产品与服务业务在高毛利水平下依旧保持营收快速增长。因此预测 23-25 年软件产品收入增速为 38.0%/30.0%/30.0%，硬件产品收入增速为 2.0%/1.0%/3.5%，服务业务收入增速分别为 35.0%/31.0%/30.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年收入成本如下表：

表 1：营业收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电力	收入	998	1003	1004	1134
	增速	6.2%	0.5%	0.1%	13.0%
	成本	597	602	602	680
	毛利率	40.2%	40.0%	40.0%	40.0%
软件产品	收入	167	231	300	390
	增速	53.4%	38.0%	30.0%	30.0%
	成本	88.3	127	165	215
	毛利率	47.2%	45.0%	45.0%	45.0%
硬件产品	收入	109	111	112	116
	增速	-3.1%	2.0%	1.0%	3.5%
	成本	91.3	100	101	104
	毛利率	15.9%	10.0%	10.0%	10.0%
服务	收入	29.9	40.3	52.8	68.7
	增速	56.3%	35.0%	31.0%	30.0%
	成本	7.5	10.1	13.2	17.2
	毛利率	74.9%	75.0%	75.0%	75.0%
其他	收入	117	158	198	243
	增速	39.4%	35.0%	25.0%	23.0%
	成本	89.9	120	150	185
	毛利率	23.4%	24.0%	24.0%	24.0%
合计	收入	1420	1543	1666	1952
	增速	12.4%	8.6%	8.0%	17.2%
	成本	873	958	1031	1201
	毛利率	38.5%	37.9%	38.1%	38.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1420.41	1542.61	1666.03	1951.75	净利润	3572.31	4338.23	4833.24	5353.26
营业成本	873.47	958.46	1031.34	1201.18	折旧与摊销	322.97	392.10	416.59	446.89
营业税金及附加	38.66	45.20	48.09	56.09	财务费用	516.43	349.88	377.84	416.36
销售费用	17.84	23.03	24.39	28.52	资产减值损失	-28.51	-60.00	-60.00	-60.00
管理费用	196.73	228.38	246.00	285.47	经营营运资本变动	501.98	-17.63	144.53	130.37
财务费用	516.43	349.88	377.84	416.36	其他	-4271.64	-4443.25	-4930.66	-5418.34
资产减值损失	-28.51	-60.00	-60.00	-60.00	经营活动现金流净额	613.53	559.32	781.55	868.54
投资收益	3914.58	4500.00	5000.00	5500.00	资本支出	-1137.35	-550.00	-600.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-59.37	-106.39	125.46	1.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1196.72	-656.39	-474.54	-998.33
营业利润	3597.10	4377.66	4878.37	5404.14	短期借款	-2273.16	683.32	477.21	1519.84
其他非经营损益	17.21	15.45	15.73	15.88	长期借款	1389.11	500.00	500.00	400.00
利润总额	3614.30	4393.11	4894.10	5420.02	股权融资	538.81	0.24	0.00	0.00
所得税	41.99	54.88	60.86	66.76	支付股利	-1763.00	-2007.33	-2438.50	-2716.53
净利润	3572.31	4338.23	4833.24	5353.26	其他	2526.29	927.37	1222.16	1083.64
少数股东损益	57.05	67.90	76.01	84.27	筹资活动现金流净额	418.05	103.60	-239.13	286.94
归属母公司股东净利润	3515.27	4270.33	4757.23	5268.99	现金流量净额	-165.13	6.54	67.88	157.15
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	841.90	848.44	916.31	1073.46	成长能力				
应收和预付款项	1346.44	960.61	1154.60	1768.82	销售收入增长率	12.43%	8.60%	8.00%	17.15%
存货	101.13	146.45	147.43	170.61	营业利润增长率	13.04%	21.70%	11.44%	10.78%
其他流动资产	2177.87	2445.06	2348.79	2352.88	净利润增长率	13.92%	21.44%	11.41%	10.76%
长期股权投资	36082.62	40482.62	45382.62	50782.62	EBITDA 增长率	14.71%	15.40%	10.80%	10.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8733.23	8915.55	9123.37	9700.90	毛利率	38.51%	37.87%	38.10%	38.46%
无形资产和开发支出	502.68	482.18	461.68	441.18	三费率	51.46%	38.98%	38.91%	37.42%
其他非流动资产	4927.95	4864.03	4920.12	5016.20	净利率	251.50%	281.23%	290.11%	274.28%
资产总计	54713.82	59144.94	64454.92	71306.67	ROE	10.15%	11.56%	12.11%	12.58%
短期借款	2562.39	3245.71	3722.92	5242.76	ROA	6.53%	7.33%	7.50%	7.51%
应付和预收款项	588.97	602.70	658.76	777.69	ROIC	63.98%	68.16%	73.89%	78.14%
长期借款	4127.72	4627.72	5127.72	5527.72	EBITDA/销售收入	312.34%	331.88%	340.50%	321.12%
其他负债	12235.88	13138.82	15020.79	17197.04	营运能力				
负债合计	19514.97	21614.95	24530.19	28745.22	总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03
股本	4460.58	4460.82	4460.82	4460.82	固定资产周转率	0.23	0.23	0.24	0.26
资本公积	4572.44	4572.44	4572.44	4572.44	应收账款周转率	2.56	2.40	2.73	2.53
留存收益	22810.03	25073.04	27391.77	29944.22	存货周转率	7.70	7.63	6.90	7.45
归属母公司股东权益	33816.83	36080.07	38398.80	40951.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.08%	—	—	—
少数股东权益	1382.02	1449.92	1525.93	1610.20	资本结构				
股东权益合计	35198.84	37529.99	39924.73	42561.45	资产负债率	35.67%	36.55%	38.06%	40.31%
负债和股东权益合计	54713.82	59144.94	64454.92	71306.67	带息债务/总负债	68.67%	74.88%	76.48%	77.17%
					流动比率	0.56	0.54	0.50	0.46
					速动比率	0.55	0.52	0.48	0.45
					股利支付率	50.15%	47.01%	51.26%	51.56%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	4436.49	5119.64	5672.81	6267.39	每股收益	0.79	0.96	1.07	1.18
PE	19.06	15.69	14.08	12.72	每股净资产	7.89	8.41	8.95	9.54
PB	1.90	1.79	1.68	1.57	每股经营现金	0.14	0.13	0.18	0.19
PS	47.17	43.43	40.22	34.33	每股股利	0.40	0.45	0.55	0.61
EV/EBITDA	16.64	14.86	13.86	13.05					
股息率	2.63%	3.00%	3.64%	4.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymy@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
