

水电主业优势明显, 雅中投产有望二次飞跃

投资逻辑

- 推荐逻辑:** 公司是川渝电网中最大的清洁能源供应商清洁能源龙头之一。我们看好公司的长期价值: ①电力行业稳健增长, 在碳达峰、碳中和背景下, 清洁能源发电受到重点支持, 公司作为水电龙头企业之一, 行业整体供给稳定, 优质资产稀缺性强, 公司有望持续受益于行业增长及政策支持。②雅砻江中游投产在即, 助力公司二次飞跃。雅砻江水电投资收益占公司利润总额的95%以上, 中游投产在即有望助力公司业绩二次飞跃。公司自建及收购水电战略持续推进, 多方位开拓业务。③公司上市以来持续分红, 19年分红比例达约50%, 稳健性强, 具备类债属性。
- 2021雅砻江水电两杨机组投产在即, 助力业绩二次飞跃。** 雅砻江下游电站装机1470万千瓦已全部开发完毕, 中游装机约1185万千瓦, 由于落差大若全部投产后对应实际装机与下游装机水平接近。目前在建的最主要为两河口及杨房沟电站, 两河口(300万千瓦)计划在2021年底首台机组发电, 2023年底工程竣工; 杨房沟(150万千瓦)计划2021年11月投产发电, 2022年工程竣工。两河口与杨房沟水电站的投产带来的水库增发效应以及丰枯调节作用将带来可观的利润增量, 21年首投后有望助力公司2-3年业绩二次飞跃。
- 集团承诺优质资产整合, 项目拓展多路奋进。** 公司背靠川投集团, 得到多方面支持先后注入嘉阳电力、二滩水电、川投电力等资产, 促进公司业绩和规模的快速提升。此外, 2019年成功收购攀枝花华润水电开发有限公司60%股权, 控股开发银江水电站, 实现了公司自主控股开发建设大型水电站的新突破。2020年公司向全资子公司川投电力增资12.2亿收购信达资产所持水电资产包等等, 项目拓展多路奋进, 进一步提升公司在清洁能源领域的核心竞争力和影响力。
- 分红比例较高, 后续变化值得期待。** 公司上市以来分红18次, 累计分红76.8亿元, 分红率达28.4%, 2019年公司分红比例明显提升, 股利支付率达到50.8%, 中长期公司持续投产, 经营稳健后, 期待分红比例有所提升。
- 盈利预测与投资建议。** 公司完成40亿元可转债发行后助力水电站建设, 控股股东持续增持彰显对公司长期发展信心, 预计2020-2022年公司EPS为0.71元、0.80元及0.90元, 对应PE为16x/15x和13x, 首次覆盖, “买入”评级, 给予2022年16Xpe, 对应目标价14.4元。
- 风险提示:** 上网电价下调、来水偏枯、两杨电站投产进度低预期等。

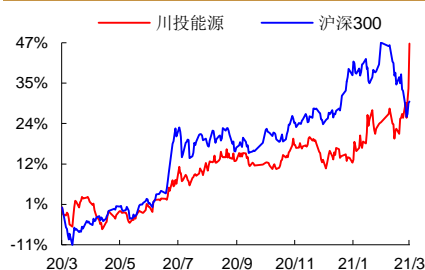
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	838.33	1041.82	1262.57	1327.07
增长率	-2.92%	24.27%	21.19%	5.11%
归属母公司净利润(百万元)	2947.15	3147.00	3514.87	3952.98
增长率	-17.45%	6.78%	11.69%	12.46%
每股收益EPS(元)	0.67	0.71	0.80	0.90
净资产收益率ROE	10.80%	11.05%	11.47%	11.96%
PE	18	16	15	13
PB	1.91	1.83	1.70	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@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)	44.02
流通A股(亿股)	44.02
52周内股价区间(元)	8.51-11.74
总市值(亿元)	516.81
总资产(亿元)	413.81
每股净资产(元)	6.29

相关研究

目 录

1 四川水电龙头，雅砻江水电为公司业绩主力	1
2 雅砻江水电潜力巨大，中游有望迎来投产小高峰	5
3 需求扩张保证电力消纳，大类水电电价优势明显	7
4 集团承诺优质资产整合，项目拓展多路奋进	8
5 可转债发行完毕，股东持续增持	8
6 分红较丰厚，项目投产后有提升想象空间	9
7 盈利预测与估值	9
8 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司营收情况.....	2
图 2: 公司归母净利润情况.....	2
图 3: 雅砻江水电投资收益占利润总额比例情况 (单位: 亿元)	3
图 4: 2019 年雅砻江水电投资收益占利润总额比例	3
图 5: 公司毛利率情况 (单位: %)	3
图 6: 公司期间费用率情况 (单位: %)	3
图 7: 公司股权结构 (截止到 2020 年中报)	4
图 8: 雅砻江水电消纳地用电量情况 (单位: 亿千瓦时)	7
图 9: 公司季度上网电价变动情况 (单位: %)	7

表 目 录

表 1: 公司控股或参股电力企业情况 (单位: %、万千瓦)	1
表 2: 雅砻江水电增值税优惠情况	2
表 3: 截止 2020Q3 公司前十大股东情况	4
表 4: 雅砻江流域水电开发情况	5
表 5: 截至 2020 年 3 月底公司主要在建及拟建项目统计 (单位: 万千瓦、亿元、年)	6
表 6: 雅砻江水电发电量和优先发电计划电量情况	7
表 7: 雅砻江水电季度上网电价情况 (单位: 元/千瓦时)	7
表 8: 雅砻江水电年上网电量和上网电价情况	8
表 9: 2017-2019 资产负债率	9
表 10: 电力行业上市公司股息率情况	9
表 11: 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元)	10
表 12: 水电可比公司估值指标对比	10
附表: 财务预测与估值	11

1 四川水电龙头，雅砻江水电为公司业绩主力

水电清洁能源为主业，四川水电龙头

公司以清洁能源为主业，是全国水电龙头公司之一。直接投资控、参股数家水电企业，主要利润来源为水电投资收益，主体收益来源于雅砻江水电及国电大渡河投资收益。目前公司参、控股总装机容量为 3,954.7 万千瓦，权益装机容量 934.12 万千瓦，直接投资控、参股 7 家水电企业，参股 1 家新能源企业，参股 1 家售电企业，能源产业占公司资产、利润的 95% 以上，位列四川省内电力上市公司首位，是川渝电网中最大的清洁能源供应商之一。

公司业务开展模式仍以参股大型水电项目为主，控股电站规模较小，权益装机容量及控股装机容量之间差距较大。目前长期股权投资主要投资对象为：雅砻江水电（持股 48%）、乐飞光电公司（持股 49%）和川投售电公司（持股 20%），国电大渡河公司 10%。所有投资项目目前经营良好，特别是雅砻江水电每年均能为股东提供丰厚的利润和较好的现金分红。

表 1：公司控股或参股电力企业情况（单位：%、万千瓦）

电力企业名称	机组类型	2017 年			2018 年			2019 年		
		持股比例	装机容量	权益装机	持股比例	装机容量	权益装机	持股比例	装机容量	权益装机
雅砻江水电公司	水电	48	1,473.00	707.04	48	1,473.00	707.04	48	1,473.00	707.04
国电大渡河公司	水电	10	1,113.64	111.36	10	1,167.74	116.78	10	1,173.53	117.35
田湾河水电	水电	80	74	59.2	80	74	59.2	80	74	59.2
嘉阳电力 4	火电	100	11	11	100	11	11	100	11	11
天彭电力	水电	100	3.189	3.189	100	3.19	3.19	100	3.19	3.19
川投电力	水电	100	150.1	13.81	100	150.1	13.81	100	154.02	14.75
三峡新能源	风光水电	--	--	--	2.025	1,009.65	20.45	2.025	1,066.00	21.59
合计		--	2,824.93	905.6	--	3,888.68	931.46	--	3,954.74	934.12

数据来源：公司公告，评级报告，西南证券整理

参控股数家水电站，雅砻江水电为公司利润主力

上述众多资产中纳入公司合并报表范围的包括田湾河水电、交大光芒、嘉阳电力、天彭电力、攀枝花水电和川投电力，雅砻江水电和国电大渡河水电利润计入投资收益。

公司主要控股电站为田湾河电站，田湾河梯级电站采用“一库三级”进行梯级开发，即由仁宗海水库以及自上而下依次为仁宗海、金窝和大发三个水电站组成，总装机容量 74 万千瓦，设计年发电量约 34 亿千瓦时。2019 年田湾河水电机组年利用小时数为 4,194 小时，较上年减少 68 小时，但机组利用小时数仍保持在较高水平；上网电价采用政府指导价，2019 年田湾河水电平均售电价格为 0.20 元/千瓦时，较上年小幅下降 0.01 元/千瓦时。2019 年田湾河水电收入 6.2 亿元，同比减少 6.1%；但公司加强成本控制及丰枯期调库容量，净利润为 1.6 亿元，同比增长 3.3%。

公司参股两家水电企业，分别为雅砻江水电公司和国电大渡河公司，两水电企业装机规模大。其中核心主业主要依托具有独特资源优势的雅砻江流域进行开发建设运营，公司持 48% 的雅砻江水电业绩贡献突出。

雅砻江 2019 年装机规模 1473 万千瓦，近三年装机未有变化，机组利用小时数、发电量和售电量均较上年有所增长。2019 年，雅砻江水电平均售电价格为 0.22 元/千瓦时，较上年的 0.24 元/千瓦时小幅下降。收入和净利润分别为 165 亿元和 60 亿元，同比减少 6.3% 和 17.4%，主要系电价下调所致。2017-2019 年雅砻江水电贡献投资收益分别为 33.1 亿元、34.9 亿元和 28.9 亿元，分别占公司利润总额的 99.4%、96.0% 和 95.5%，成为公司利润的最主要来源。2019 年公司总体来看实现营收 8.3 亿元，同比下降 2.9%；实现归母净利润 29.5 亿元，同比下降 17.5%。归属于母公司净利润下降，主要是上半年来水偏枯和执行生态流量“一站一策”政策，导致雅砻江公司累计发电量减少；又因为售电市场化，致使电价波动，因此该公司的利润下降所致。

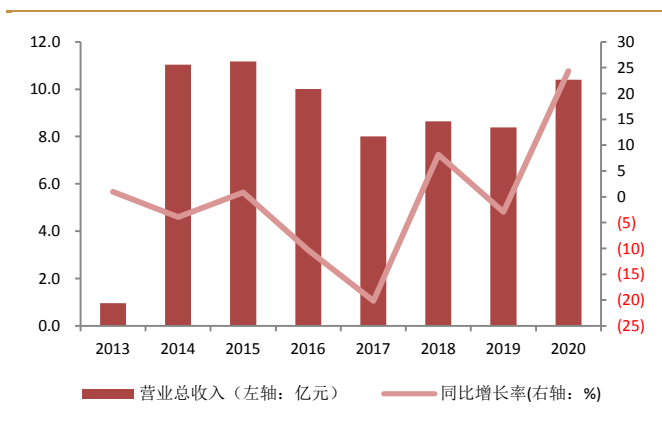
据公司 2020 年年度业绩快报公告，2020 年全年营收和归母净利润分别为 10.4 亿元和 31.3 亿元，同比增长 24.3% 和 6.3%。实现营业总收入较大增长主要系本期子公司川投电力于 2020 年 7 月 31 日实现对四川洪雅高奉山水力发电有限公司、四川天全脚基坪水力发电有限公司、四川槽渔滩水电股份有限公司三家企业的合并，合并三家公司 8-12 月收入。净利润同比增长主要是公司控股和参股企业的经营成果均较去年同比增加。

表 2：雅砻江水电增值税优惠情况

机组	税收优惠情况
官地电站	2012 年至 2014 年免征企业所得税，2015 年至 2017 年减半征收企业所得税
锦屏一、二级电站	2013 年至 2015 年免征企业所得税，2016 年至 2018 年减半征收企业所得税
攀枝花桐子林	2015 年至 2017 年免征企业所得税，2018 年至 2020 年减半征收企业所得税

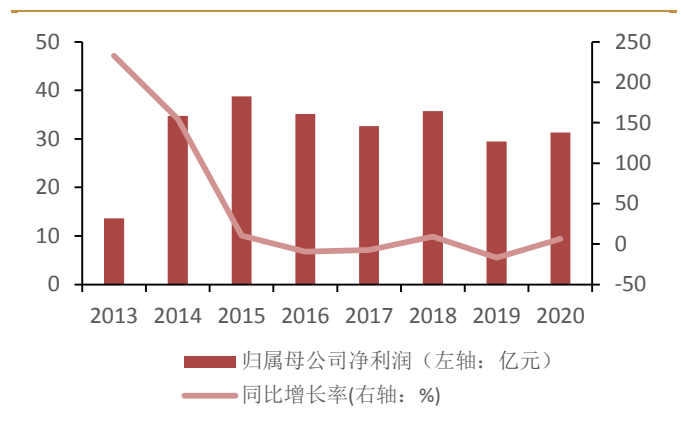
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：公司营收情况

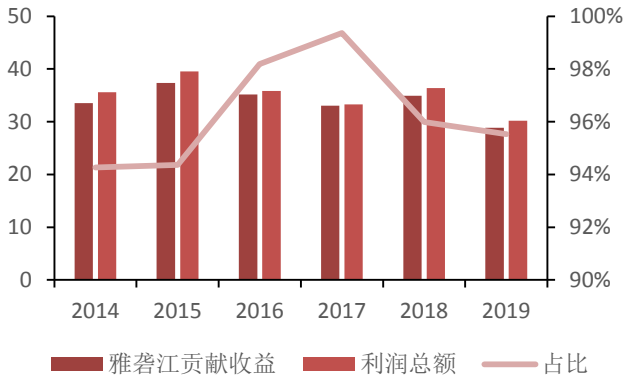


数据来源：公司公告，西南证券整理

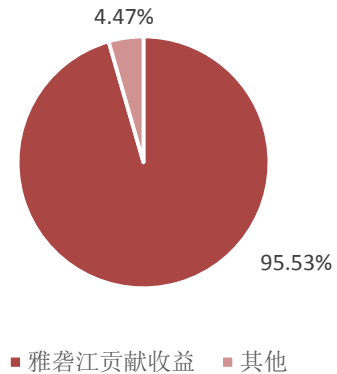
图 2：公司归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3: 雅砻江水电投资收益占利润总额比例情况 (单位: 亿元)


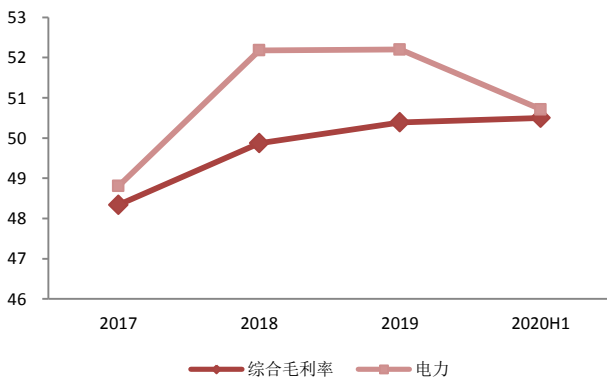
数据来源: 远大中国招股说明书, 公司报告, 西南证券

图 4: 2019 年雅砻江水电投资收益占利润总额比例


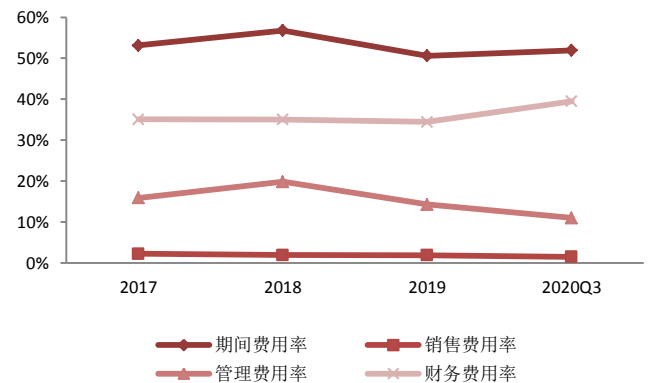
数据来源: 公司报告, 西南证券

综合毛利率拐点后持续上升, 期间费用有所下降

2017-2020Q3 年并表业务综合毛利率为 48.3%、49.9%、50.4%和 46.9%，综合毛利率稳定在较高水平。近三年，电力业务毛利率维持在 45%以上水平，2017-2020H1 年毛利率分别为 48.8%、52.2%、52.2%和 50.71%，电力毛利率较为平稳，2020 年上半年电力毛利率略有下降，主要原因系 2020 年上半年公司产品销量略有下浮。硬件业务毛利率近三年呈上升趋势，由 2017 年的 8%上升到 2019 年的 26.7%。软件产品和服务业务毛利率近三年波动较大。2017-2020Q3 公司的期间费用率 53.2%、59.0%、52.9%和 53.8%，公司期间费用主要由财务费用构成，2019 年，受益于资金成本下降，期间费用规模和期间费用率均有所下降，公司费用管控能力继续增强。

图 5: 公司毛利率情况 (单位: %)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 6: 公司期间费用率情况 (单位: %)


数据来源: wind, 西南证券整理

软硬件产品及服务板块业务占比较小

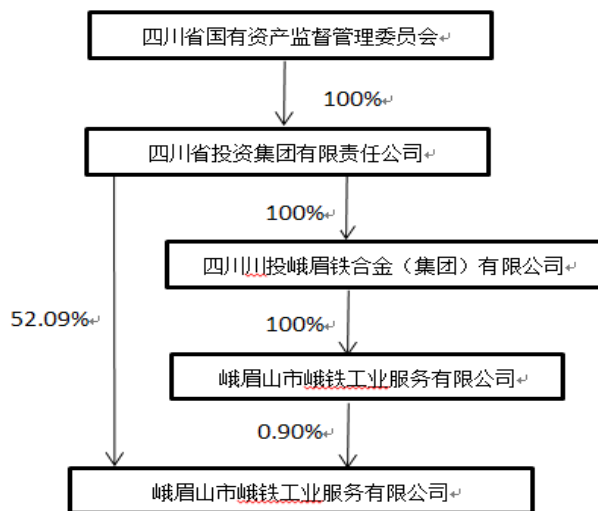
相比水电投资和经营, 公司还有部分其他业务, 为软硬件产品及服务板块以及其他业务, 但其他业务经营规模仍属较小。公司软件、硬件板块的主导产品为铁路牵引供电自动化系统、轨道交通综合自动化系统、配电综合自动化系统等, 公司产品多次在国内外公开招标中中标, 并直接应用于多项国家重点工程, 装备电气化铁路超过 20,000 公里。国内主要电气化铁路干线均采用该公司生产的电力调度管理自动化系统。软件及硬件业务下游客户主要为中国铁路电气化集团有限公司、中铁七局集团有限公司郑徐客专 ZXZS 标工程指挥部七分部、

上海宝信软件股份有限公司、南宁铁路局建设项目管理中心、中铁第一勘察设计院集团有限公司等大型铁路建设方和铁路局下属单位。在业务结算方面，由于相关项目工期长和相关结算手续较为繁琐，导致实际结算周期较长。

2019年，公司软件产品收入规模为0.74亿元，同比增长10.29%；硬件产品收入规模为0.86亿元，同比减少8.43%。上述两业务收入规模较小。

从股权结构看，截至2020年上半年末，公司注册资本和实收资本为44.02亿元，控股股东为四川省投资集团有限责任公司，持股比例为52.1%，公司实际控制人为四川国资委。

图7：公司股权结构（截止到2020年中报）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

表3：截止2020Q3公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例(%)
1	四川省投资集团有限责任公司	2,293,043,828	52.09
2	中国长江电力股份有限公司	603,144,916	13.23
3	北京大地远通(集团)有限公司	188,591,194	4.28
4	香港中央结算有限公司	149,566,553	2.98
5	中国证券金融股份有限公司	127,846,324	2.90
6	北京远通鑫海商贸有限公司	71,237,222	1.62
7	中央汇金资产管理有限责任公司	47,360,500	1.08
8	四川川投峨眉铁合金(集团)有限责任公司	39,661,038	0.90
9	上海重阳战略投资有限公司	28,058,987	0.64
10	申万宏源集团股份有限公司	24,463,361	0.56
	合计	3572,973,923	81.17

数据来源：公司报告，西南证券整理

2 雅砻江水电潜力巨大，中游有望迎来投产小高峰

雅砻江流域水量丰沛、落差集中、水电淹没损失小，规模优势突出，梯级补偿效益显著，兼具消纳和移民优势，经济技术指标优越，运营效率突出，在我国 13 大水电基地中排名第 3。全流域可开发装机容量约 3000 万千瓦，计划分四个战略阶段开发，即：

- 第一阶段：2000 年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模 330 万千瓦。
- 第二阶段：2015 年以前，建设锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林水电站，全面完成雅砻江下游梯级水电开发，发电能力提升至 1470 万千瓦。
- 第三阶段：2025 年前后，继续深入推进雅砻江流域水电开发，建设包括两河口水电站在内的 4-5 个雅砻江中游主要梯级电站，实现新增装机 800 万千瓦左右，发电能力达到 2300 万千瓦以上。
- 第四阶段：全流域项目开发填平补齐，雅砻江流域水电开发全面完成，发电能力达到 3000 万千瓦左右。

目前下游（包括锦屏一级、二级水电站、官地水电站、桐子林水电站和二滩水电站）水电站已全部开发完毕，装机 1470 万千瓦。

中游装机合计约 1185 万千瓦，中游流域落差较大，若全部投产后对应实际装机与下游装机水平接近。两河口和杨房沟项目建设进度最快，截至 2020 年中报，两座水电站工程进度分别为 58% 和 44%，卡拉水电站已核准建设，上半年新增投资 37.47 亿元，预计首台机组将于 2021 年投产、全部工程将分别于 2023、2024 年竣工。“一条江”的联合优化调度优势显著，实现了梯级发电效益最大化，具有不可比拟和替代的竞争优势。

表 4：雅砻江流域水电开发情况

位置	电站名称	装机规模 (万千瓦)	建设日期	投产/预计投产时间
下游	二滩水电站	330	1991	1999.12
	官地水电站	240	2005.2	2013.3
	锦屏一级水电站	360	2005.11	2014.7
	锦屏二级水电站	480	2007.1	2014.11
	桐子林水电站	60	2010.10	2015.10
	下游合计	1470	-	-
	中游	两河口水电站	300	2014.9
杨房沟水电站		150	2015.6	2021
卡拉水电站		102	-	2025
牙根一级水电站		27	-	2026
牙根二级水电站		108	-	2028
楞古水电站		257.5	-	2028
孟底沟水电站		240	-	2026
中游合计		1184.5	-	-
上游	共科水电站	40	2016	-
	新龙水电站	50	2019	2021
	上游合计	240.3	未定	未定

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

两河口：最新公告显示，2020年12月3日上午，两河口水电站初期导流洞下闸成功，开启第一阶段蓄水。2020年12月11日，两河口水电站第一阶段蓄水成功。两河口水电站是雅砻江中下游的龙头梯级电站。两河口水电站安装6台50万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量300万千瓦，年发电量110亿千瓦时。水库正常蓄水位2865米，死水位2785米，总库容107.67亿立方米，调节库容65.6亿立方米，具有多年调节能力。多年平均发电量110.62亿kW.h。两河口水电站计划在2021年底首台机组发电，2023年底工程竣工。

杨房沟：2020年12月30日上午，杨房沟水电站导流洞顺利下闸，工程开始蓄水，2021年1月2日，中孔过流。期间大坝各项监测指标正常。杨房沟水电站位于四川省凉山彝族自治州木里县境内，为四川省雅砻江中游（两河口至卡拉河段）水电开发方案“一库七级”中的第六级水电站。杨房沟水电站安装4台37.5万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量150万千瓦，单独运行时年均发电量59.6亿千瓦时，与上游两河口水库电站联合运行时年均发电量68.6亿千瓦时。水库正常蓄水位2,094米，总库容5.1亿立方米，调节库容0.5385亿立方米，单独运行时具有日调节能力，与两河口水库电站联合运行时具有年调节能力。电站总投资达200亿元，杨房沟水电站计划2021年11月投产发电，2022年工程竣工。

为解决省外用电需求问题以及四川省内弃水问题，实现水电资源的充分利用和优化配置，四川省已有3条特高压直流线路，分别是：宜宾—金华±800千伏直流、锦屏—苏南±800千伏直流、向家坝—上海±800千伏直流，送达江浙沪三地，外送能力2160万千瓦。2017年10月24日，国家发改委、能源局发布了《关于促进西南地区水电消纳的通知》，提出开工四川水电外送江西特高压直流输电工程，即雅中—江西±800千伏特高压直流输电工程（四川水电第四回外送输电通道），为杨房沟水电站产电送往江西的重要通道。该通道起点为四川省盐源县，落点江西省南昌市，电压等级为±800千伏，输送容量为1000万千瓦，规划于“十三五”期间建成，可有效消纳雅砻江中游水电站建成后的发电量。

2019年，公司重大投资项目主要为两河口水电站、杨房沟水电站项目建设，由国投电力和公司按52%和48%的比例出资。此外的重大投资主要为金沙江银江水电站项目，目前核准总投资60.3亿元，由公司控股的攀枝花华润水电开发有限公司投资建设。上述项目总装机规模为489万千瓦，公司需投入资本金90.23亿元，截至2020年3月底已投入资本金为53.7亿元，尚需投资规模约为36.5亿元，尚需投入资金规模仍较大。

表5：截至2020年3月底公司主要在建及拟建项目统计（单位：万千瓦、亿元、年）

项目	装机容量	公司需投入资本金	截至2020年3月底累计投入资本金	全部投产时间	投资回收期
两河口水电站	300	63.8	41.088	2023	22.8
杨房沟水电站	150	19.2	11.76	2023	18.66
银江水电站	39	7.23	0.9	2026	18.4
合计	489	90.23	53.748		

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 需求扩张保证电力消纳，大类水电电价优势明显

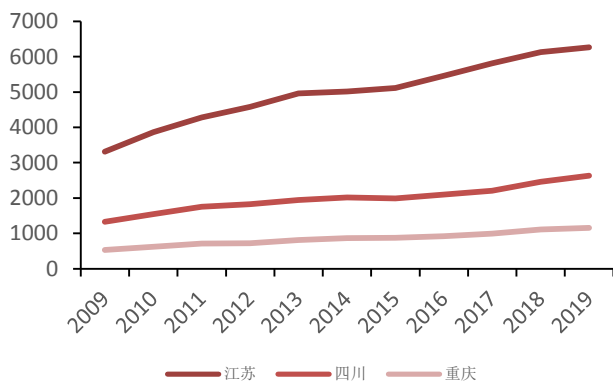
目前雅砻江流域下游所有电站的全面投产发电，整个雅砻江下游五级电站实现年调节，其中锦屏、官地电源组 1080 万千瓦中的 640 万千瓦按照国家“西电东送”战略送电江苏，计划用电占比公司最大，计划用电量将保证公司用电量，其余用电客户主要为四川及重庆。

表 6：雅砻江水电发电量和优先发电计划电量情况

水电站	发电量 (亿千瓦时)					
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	同比增减
二滩	155.69	148.37	159.75	159.4	162.38	1.87%
桐子林	17.09	18.95	23.43	24.18	24.7	2.19%
官地	121.22	119.36	121.8	123.77	126.89	2.52%
锦屏一级	175.69	185.36	187.28	188.15	197.03	4.72%
锦屏二级	240.22	251.97	248.87	251.82	263.68	4.71%
合计	709.91	724.00	741.13	747.32	774.68	3.66%

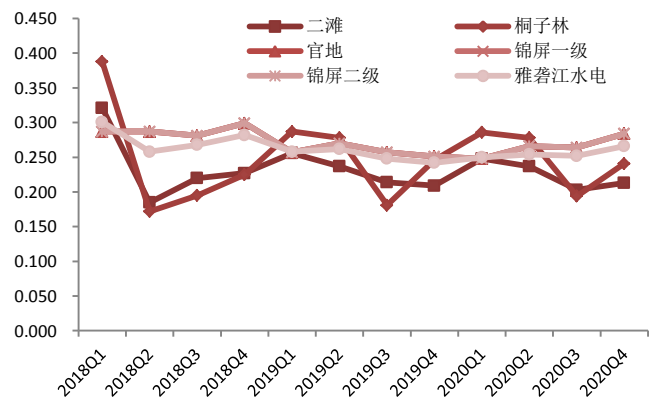
数据来源：公司公告，发改委，西南证券整理

图 8：雅砻江水电消纳地用电量情况 (单位：亿千瓦时)



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司季度上网电价变动情况 (单位：%)



数据来源：国投电力公告，西南证券整理

2018-2020 年，雅砻江水电发电量分别为 741.1、747.3、774.7 亿千瓦时，2020 年发电量相较于 2019 年发电量增长 3.7%；上网电量分别为 737.6、743.6、770.7 亿千瓦时；2018-2020 年水电平均上网电价 (含税) 分别为 0.276、0.252、0.255 元/千瓦时，2020 年水电平均上网电价略有上升。

国家政策力推西南水电消纳。政府多次出台相关政策，力求抓紧解决机制和技术问题，优先保障可再生能源发电上网，有效缓解弃水问题。

表 7：雅砻江水电季度上网电价情况 (单位：元/千瓦时)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
二滩	0.321	0.185	0.220	0.227	0.256	0.237	0.214	0.209	0.248	0.237	0.203	0.213
桐子林	0.388	0.172	0.195	0.225	0.287	0.278	0.181	0.246	0.286	0.278	0.194	0.241
官地	0.287	0.287	0.281	0.299	0.257	0.270	0.257	0.251	0.248	0.266	0.264	0.284
锦屏一级	0.287	0.287	0.281	0.299	0.257	0.270	0.257	0.251	0.248	0.266	0.264	0.284

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
锦屏二级	0.287	0.287	0.281	0.299	0.257	0.270	0.257	0.251	0.248	0.266	0.264	0.284
雅砻江水电	0.301	0.258	0.268	0.282	0.258	0.262	0.248	0.242	0.25	0.254	0.252	0.266

数据来源：国投电力公告、公司公告，西南证券整理

表 8：雅砻江水电年上网电量和上网电价情况

项目	上网电量 (亿千瓦时)					平均上网电价 (元/千瓦时, 含税)				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
雅砻江水电	706.42	720.48	737.59	743.65	770.7	0.272	0.263	0.277	0.252	0.255
其中：										
二滩	154.97	147.69	159.07	158.61	161.39	0.236	0.243	0.243	0.229	0.219
桐子林	17.01	18.87	23.35	24.09	24.62	0.296	0.268	0.25	0.244	0.233
官地	120.65	118.81	121.25	123.22	126.33	0.282	0.269	0.288	0.258	0.266
锦屏一级	175.16	184.8	186.75	187.6	196.46	0.282	0.269	0.288	0.258	0.266
锦屏二级	238.63	250.31	247.17	250.04	261.89	0.282	0.269	0.288	0.258	0.266

数据来源：国投电力公告、公司公告，西南证券整理

4 集团承诺优质资产整合，项目拓展多路奋进

公司是川投集团旗下唯一一家上市公司平台，自 2000 年川投集团成为大股东以来公司得到了川投集团的大力支持。先后注入了嘉阳电力、二滩水电、川投电力等资产，促进了公司业绩和规模的快速提升。

2019 年，根据同业竞争协议，对紫坪铺、嘉陵江亭子口水利公司、川投气电、川投国际尼泊尔水电、康定水电、神华四川公司、四川泸州川南发电和四川中电福溪电力 8 家同业竞争公司，川投集团同意与川投能源签署《股权委托管理合同》，川投集团将上述 8 家同业竞争企业股权以托管的方式交由川投能源经营管理，直至解决同业竞争。

公司在持续投资推进雅砻江、大渡河“两大水电基地”建设的基础上，2019 年成功收购攀枝花华润水电开发有限公司 60% 股权，控股开发银江水电站，实现了公司自主控股开发建设大型水电站的新突破。2020 年公司向全资子公司川投电力增资 12.2 亿元人民币，收购信达资产管理股份有限公司所持水电资产包，进一步提升公司在清洁能源领域的核心竞争力和影响力。

5 可转债发行完毕，股东持续增持

2019 年，公司完成“川投转债”的发行，向社会公开发行人 40 亿元可转换公司债券，公司债务规模增幅明显，但公司仍保持了很低的负债水平，2017-2019 年公司资产负债率分别为 21.1%、21.1% 和 26.2%。募集资金在扣除发行费用后，全部用于向雅砻江流域水电开发有限公司增资，具体用于杨房沟水电站项目建设。

2020 年公司控股股东川投集团披露持续增持计划，2020 年 1 月 15 日至 2021 年 1 月 14 日，川投集团通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计增持公司股份 116,746,824 股，累计增持比例为公司总股本的 2.65%。2021 年控股股东新增增持计划：自 2021 年 1 月 18 日

起 12 个月内，川投能源控股股东川投集团拟通过上海证券交易所证券交易系统以其自有或自持资金增持公司股份，累计增持比例不低于公司总股本的 0.5%。控股股东持续增持表明对公司价值的认可和发展信心，中期看公司有望迎来业绩较快增长期，长期看公司价值成长潜力大，攻守兼备，为优质的大类水电资产。

表 9：2017-2019 资产负债率

	2017	2018	2019
资产负债率	21.09%	21.12%	26.16%

数据来源：公司公告，西南证券整理

6 分红较丰厚，项目投产后有提升想象空间

2015-2019 公司每 10 股派发（含税）分别为 2.70、3.00、2.75、3.00 和 3.40 元，总体呈上涨趋势。公司上市以来分红 18 次，累计分红 76.8 亿元，分红率达 28.4%，2019 年公司分红比例明显提升，股利支付率达到 50.8%，中长期公司持续投产，经营稳健后，期待分红比例有所提升。

表 10：电力行业上市公司股息率情况

股票代码	公司名称	股息率		
		2017	2018	2019
600674	川投能源	2.34	2.56	2.90
000601	韶能股份	3.67	2.50	4.17
600886	国投电力	1.80	2.43	2.65
600236	桂冠电力	6.80	5.15	3.92
002039	黔源电力	2.01	2.01	2.21
600025	华能水电	1.07	6.31	6.39
600900	长江电力	3.37	3.37	3.37

数据来源：wind，西南证券整理

7 盈利预测与估值

假设 1：公司电力业务由于 2020 年下半年并表了收购的信达水电资产，发电量和上网电量同比增加 33%，结合发电量数据及电价水平，预计 20-22 年电力收入增速为 30%、25% 和 5%，毛利率稳定在 52%。

假设 2：公司铁路电气化业务主要系交大光芒公司发生的软件产品、硬件产品、服务收入收入，结合公司顺利拿下印尼雅万高铁 SCADA 调度和被控站电力及网开关 RTU 项目，还成功跻身中石油采购框架名单，我们预计 2020-2022 年铁路电气化业务收入增速分别为 5%，毛利率稳定在 41%。

假设 3：两河口杨房沟 2021-2023 年逐步投产完成，2024 年进入稳定运行期，利用小时数及发电量参考可研报告，折旧参考分类建筑折旧年限，度电其他营业成本、库区及水资源费、管理费用率与公司整体相同。

表 11: 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元)

单位: 万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电力	收入	644.1	837.3	1046.6	1099.0
	增速	-5.8%	30.0%	25.0%	5.0%
	毛利率	52.2%	52.0%	52.0%	52.0%
铁路电气化	收入	160.8	168.9	177.3	186.2
	增速	-0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	41.2%	41.0%	41.0%	41.0%
服务	收入	10.9	12.0	13.8	15.8
	增速	118.7%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	46.5%	47.0%	47.0%	47.0%
其他	收入	22.5	23.6	24.8	26.1
	增速	75.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	66.1%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	收入	838.3	1041.8	1262.6	1327.1
	增速	-2.9%	24.3%	21.2%	5.1%
	毛利率	50.4%	45.7%	46.8%	47.1%

数据来源: 公司公告, 西南证券

综合来看, 公司水电资产优质, 政策助力水电消纳, 减少弃水, 随雅砻江中游水电站投产, 公司业绩存在爆发点。此外, 公司作为川投集团旗下唯一上市平台, 集团存在资产整合预期。

对比同行大类水电资产估值, 公司 PE 及 PB 估值位于行业中枢略低, 考虑公司作为大类水电优质资产, 具备类债属性, 2-3 年内项目投产预计业绩呈现快速增长, 在目前市场环境下公司估值低、业绩稳, 股价存在上行空间。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.71 元、0.80 元及 0.90 元, 对应 PE 为 16x/15x 和 13x, 首次覆盖, “买入”评级, 给予 2022 年 16Xpe, 对应目标价 14.4 元。

表 12: 水电可比公司估值指标对比

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE				市净率 PB(MRQ)
				TTM	20E	21E	22E	
1	600674.SH	川投能源	566	15	16	15	13	1.6
行业平均				16	17	17	16	2
2	600900.SH	长江电力	4,849	18	17	19	19	2.6
3	600886.SH	国投电力	709	11	12	12	11	1.5
4	600236.SH	桂冠电力	421	19	20	18	17	2.4
5	600025.SH	华能水电	1,021	16	19	17	16	1.7

数据来源: wind, 西南证券整理

8 风险提示

电力市场变化风险、水电消纳不良风险、雅砻江水电投产进度不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	838.33	1041.82	1262.57	1327.07	净利润	2987.71	3183.00	3550.87	3988.98
营业成本	415.91	565.82	671.70	702.48	折旧与摊销	197.44	209.12	232.12	261.33
营业税金及附加	25.19	31.30	37.93	39.87	财务费用	288.85	278.64	284.26	242.91
销售费用	15.72	19.48	23.36	24.55	资产减值损失	23.00	20.00	20.00	20.00
管理费用	119.68	145.85	172.97	179.15	经营营运资本变动	1092.75	-416.92	213.75	118.01
财务费用	288.85	278.64	284.26	242.91	其他	-4159.64	-3119.86	-3420.07	-3819.99
资产减值损失	23.00	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	430.11	153.99	880.93	811.24
投资收益	3033.95	3100.00	3400.00	3800.00	资本支出	-247.86	-2000.00	-2000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2181.40	3100.00	3400.00	3800.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2429.26	1100.00	1400.00	2800.00
营业利润	3026.38	3080.71	3452.35	3918.11	短期借款	374.54	1053.84	-426.00	-1741.48
其他非经营损益	-6.11	135.42	135.48	111.98	长期借款	-590.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3020.27	3216.13	3587.83	4030.08	股权融资	-0.23	0.00	0.00	0.00
所得税	32.56	33.13	36.95	41.11	支付股利	-1320.64	-1326.22	-1416.15	-1581.69
净利润	2987.71	3183.00	3550.87	3988.98	其他	3518.60	-964.36	-284.26	-242.91
少数股东损益	40.56	36.00	36.00	36.00	筹资活动现金流净额	1982.27	-1236.74	-2126.41	-3566.08
归属母公司股东净利润	2947.15	3147.00	3514.87	3952.98	现金流量净额	-16.87	17.26	154.53	45.15
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	712.02	729.27	883.80	928.95	成长能力				
应收和预付款项	365.84	451.71	548.26	576.50	销售收入增长率	-2.92%	24.27%	21.19%	5.11%
存货	101.80	125.15	156.60	164.42	营业利润增长率	-6.23%	1.80%	12.06%	13.49%
其他流动资产	4263.06	4227.40	4260.32	4285.34	净利润增长率	-17.13%	6.54%	11.56%	12.34%
长期股权投资	27280.44	27280.44	27280.44	27280.44	EBITDA 增长率	-5.77%	1.59%	11.22%	11.43%
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	3343.49	5136.82	6907.14	7648.26	毛利率	50.39%	45.69%	46.80%	47.07%
无形资产和开发支出	32.19	29.77	27.35	24.93	三费率	50.61%	42.62%	38.06%	33.65%
其他非流动资产	1356.47	1356.44	1356.42	1356.40	净利率	356.39%	305.52%	281.24%	300.58%
资产总计	37455.30	39337.00	41420.33	42265.23	ROE	10.80%	11.05%	11.47%	11.96%
短期借款	3204.54	4258.39	3832.39	2090.91	ROA	7.98%	8.09%	8.57%	9.44%
应付和预收款项	296.41	356.89	434.65	458.32	ROIC	102.44%	84.29%	61.90%	57.51%
长期借款	805.00	805.00	805.00	805.00	EBITDA/销售收入	419.01%	342.52%	314.34%	333.24%
其他负债	5492.71	5099.02	5395.87	5551.29	营运能力				
负债合计	9798.67	10519.30	10467.91	8905.52	总资产周转率	0.02	0.03	0.03	0.03
股本	4402.14	4402.14	4402.14	4402.14	固定资产周转率	0.28	0.34	0.36	0.33
资本公积	4051.70	4051.70	4051.70	4051.70	应收账款周转率	3.08	3.23	3.19	2.99
留存收益	17979.36	19800.15	21898.87	24270.15	存货周转率	3.91	4.60	4.46	4.13
归属母公司股东权益	27128.92	28253.99	30352.71	32724.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.26%	—	—	—
少数股东权益	527.71	563.71	599.71	635.71	资本结构				
股东权益合计	27656.63	28817.70	30952.42	33359.71	资产负债率	26.16%	26.74%	25.27%	21.07%
负债和股东权益合计	37455.30	39337.00	41420.33	42265.23	带息债务/总负债	75.05%	79.93%	76.25%	70.07%
					流动比率	0.97	0.88	0.94	1.27
					速动比率	0.96	0.86	0.91	1.23
					股利支付率	44.81%	42.14%	40.29%	40.01%
					每股指标				
					每股收益	0.67	0.71	0.80	0.90
					每股净资产	6.16	6.42	6.89	7.43
					每股经营现金	0.10	0.03	0.20	0.18
					每股股利	0.30	0.30	0.32	0.36
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	3512.67	3568.47	3968.73	4422.35					
PE	17.54	16.42	14.70	13.07					
PB	1.91	1.83	1.70	1.58					
PS	61.65	49.61	40.93	38.94					
EV/EBITDA	15.23	15.28	13.59	11.80					
股息率	2.56%	2.57%	2.74%	3.06%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn