

川投能源 (600674)

证券研究报告

2021年08月18日

电价大幅抬升，雅砻江水电上半年业绩同比增加 10%

事件：

公司披露 2021 年中报，上半年实现营业收入 4.67 亿，同比增加 52.49%，实现归母净利润 13.1 亿，同比增加 5.47%。

点评

新增并表带动控股发电量高增，雅砻江水电支撑净利润稳健增长

控股电站发电量方面，上半年公司控股水电企业累计完成发电量 18.12 亿千瓦时，同比增加 65.33%。发电量大幅增长的主要原因为公司收购的信达水电资产包完成并表。发电量高增带动营业收入大幅增长，公司上半年实现营业收入 4.67 亿，同比增加 52.49%，其中新增并表子公司本期贡献营业收入 1.85 亿元。投资收益方面，在雅砻江水电业绩持续增长的带动下，公司上半年实现投资收益 14.15 亿，同比增加 7.6%，带动归母净利润同比上升 5.47%至 13.1 亿。

雅砻江水电：发电量明显下挫，电价大幅抬升

上半年雅砻江水电完成发电量 287.78 亿千瓦时，同比下降 12.9%，主要原因是上半年雅砻江流域来水整体偏枯，二滩、锦屏一级、锦屏二级、官地及桐子林电站上半年分别实现发电量 71.2、65.0、96.5、44.3、10.7 亿千瓦时，同比分别下降 6.7%、16.5%、15.0%、13.8%、6.4%。电价层面，一、二季度雅砻江水电平均上网电价分别为 0.281 和 0.300 元/千瓦时，或因政策性让利缩减、市场电折价收窄等因素，同比分别上升 12.28%和 17.99%。由于平均上网电价的抬升，雅砻江水电在来水不济的背景下业绩仍实现了可观增长，上半年实现营业收入 76.2 亿，同比增加 3.58%，实现净利润 27.36 亿，同比增加 10.12%。

两杨投产进行时，雅砻江黄金十年开启

雅砻江水电成长性与稀缺性持续凸显。成长性方面，杨房沟已开始投产，两河口预计 2021 年也将实现首台机组投产，未来十年雅砻江水电装机增幅有望达 80%。稀缺性方面，两杨投产进一步赋能流域调节能力，雅砻江将成为全国调节性能最好、电能质量最优的梯级水电站群之一。根据我们测算，两杨分别为雅砻江水电贡献业绩增量约 23.3 及 7.3 亿元。截至 2020 年末，川投能源持股比例为 48%，雅砻江水电预计贡献投资收益增量约 15 亿。在利用小时、平均上网电价较假设偏离区间均在 -5%~+5% 的情况下；两杨可为川投能源贡献投资收益约为 13 至 17 亿。

盈利预测与估值：我们预计公司 21-22 年可实现归母净利润为 33.7/41.1 亿元，当前股价对应 21-22 年 PE 为 15/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，来水低于预期，资本开支过相关高，相关假设不成立导致预测偏差

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 838.33 | 1,031.12 | 1,135.65 | 1,180.86 | 1,272.65 |
| 增长率(%) | (2.92) | 23.00 | 10.14 | 3.98 | 7.77 |
| EBITDA(百万元) | 3,470.07 | 3,821.25 | 4,279.68 | 5,245.87 | 5,674.75 |
| 净利润(百万元) | 2,947.15 | 3,161.65 | 3,368.81 | 4,110.97 | 4,416.94 |
| 增长率(%) | (17.45) | 7.28 | 6.55 | 22.03 | 7.44 |
| EPS(元/股) | 0.67 | 0.72 | 0.76 | 0.93 | 1.00 |
| 市盈率(P/E) | 16.85 | 15.71 | 14.74 | 12.08 | 11.24 |
| 市净率(P/B) | 1.83 | 1.72 | 1.64 | 1.55 | 1.45 |
| 市销率(P/S) | 59.23 | 48.16 | 43.73 | 42.05 | 39.02 |
| EV/EBITDA | 13.17 | 12.99 | 13.11 | 10.64 | 9.80 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 公用事业/电力 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 11.27 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 4,406.06 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 4,406.06 |
| A 股总市值(百万元) | 49,656.33 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 49,656.33 |
| 每股净资产(元) | 6.56 |
| 资产负债率(%) | 30.81 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.91/9.65 |

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人
xujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《川投能源-公司深度研究:雅砻江即将开启黄金十年》 2021-04-30
- 2 《川投能源-半年报点评:受益雅砻江水电业绩增长, H1 归母净利润同比+8%》 2020-08-24
- 3 《川投能源-半年报点评:归母净利润微降 0.8%: 雅砻江水电量升价跌、贡献投资收益降 1.05 亿元》 2019-08-20

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 712.02 | 604.03 | 90.85 | 94.47 | 101.81 | 营业收入 | 838.33 | 1,031.12 | 1,135.65 | 1,180.86 | 1,272.65 |
| 应收票据及应收账款 | 344.28 | 453.76 | 476.53 | 413.47 | 545.71 | 营业成本 | 415.91 | 551.49 | 574.97 | 601.87 | 656.78 |
| 预付账款 | 13.18 | 15.94 | 9.43 | 20.23 | 11.78 | 营业税金及附加 | 25.19 | 33.45 | 35.61 | 36.94 | 40.33 |
| 存货 | 101.80 | 132.57 | 103.17 | 157.84 | 114.55 | 营业费用 | 15.72 | 14.08 | 13.63 | 17.48 | 17.16 |
| 其他 | 4,271.43 | 3,337.11 | 3,362.67 | 3,370.40 | 3,388.92 | 管理费用 | 119.68 | 147.68 | 147.63 | 165.32 | 175.30 |
| 流动资产合计 | 5,442.71 | 4,543.41 | 4,042.66 | 4,056.41 | 4,162.77 | 研发费用 | 18.87 | 19.72 | 20.44 | 23.48 | 24.18 |
| 长期股权投资 | 27,280.44 | 28,922.96 | 28,922.96 | 28,922.96 | 28,922.96 | 财务费用 | 288.85 | 355.69 | 459.43 | 494.75 | 447.85 |
| 固定资产 | 2,904.01 | 5,309.69 | 7,734.02 | 9,863.18 | 11,753.85 | 资产减值损失 | 23.00 | (2.34) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 439.48 | 884.67 | 560.80 | 366.48 | 249.89 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 32.19 | 285.46 | 279.23 | 273.00 | 266.77 | 投资净收益 | 3,033.95 | 3,310.00 | 3,574.86 | 4,383.01 | 4,628.00 |
| 其他 | 1,356.47 | 1,382.94 | 1,340.41 | 1,357.32 | 1,357.68 | 其他 | (6,129.22) | (6,653.54) | (7,149.72) | (8,766.03) | (9,256.01) |
| 非流动资产合计 | 32,012.59 | 36,785.72 | 38,837.43 | 40,782.95 | 42,551.16 | 营业利润 | 3,026.38 | 3,254.88 | 3,458.80 | 4,224.04 | 4,539.05 |
| 资产总计 | 37,455.30 | 41,329.13 | 42,892.47 | 44,843.49 | 46,719.43 | 营业外收入 | 1.59 | 1.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 3,204.54 | 3,398.38 | 5,295.19 | 4,644.33 | 4,433.14 | 营业外支出 | 7.70 | 6.90 | 8.97 | 7.86 | 7.91 |
| 应付票据及应付账款 | 160.97 | 176.09 | 191.48 | 200.75 | 215.68 | 利润总额 | 3,020.27 | 3,249.95 | 3,449.83 | 4,216.19 | 4,531.14 |
| 其他 | 2,219.37 | 1,819.81 | 2,109.82 | 2,202.51 | 2,010.35 | 所得税 | 32.56 | 39.95 | 37.25 | 47.60 | 51.93 |
| 流动负债合计 | 5,584.89 | 5,394.27 | 7,596.49 | 7,047.59 | 6,659.17 | 净利润 | 2,987.71 | 3,210.00 | 3,412.58 | 4,168.59 | 4,479.22 |
| 长期借款 | 805.00 | 1,603.29 | 1,300.00 | 1,100.00 | 1,000.00 | 少数股东损益 | 40.56 | 48.35 | 43.77 | 57.62 | 62.28 |
| 应付债券 | 3,344.33 | 3,994.66 | 2,446.33 | 3,261.77 | 3,234.26 | 归属于母公司净利润 | 2,947.15 | 3,161.65 | 3,368.81 | 4,110.97 | 4,416.94 |
| 其他 | 64.45 | 579.21 | 235.63 | 293.10 | 369.31 | 每股收益(元) | 0.67 | 0.72 | 0.76 | 0.93 | 1.00 |
| 非流动负债合计 | 4,213.78 | 6,177.16 | 3,981.96 | 4,654.87 | 4,603.57 | | | | | | |
| 负债合计 | 9,798.67 | 11,571.44 | 11,578.45 | 11,702.46 | 11,262.74 | 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 527.71 | 962.06 | 1,005.83 | 1,063.45 | 1,125.72 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 4,402.14 | 4,402.15 | 4,406.06 | 4,406.06 | 4,406.06 | 营业收入 | -2.92% | 23.00% | 10.14% | 3.98% | 7.77% |
| 资本公积 | 4,051.70 | 4,053.69 | 4,469.39 | 4,192.26 | 4,238.45 | 营业利润 | -6.23% | 7.55% | 6.27% | 22.12% | 7.46% |
| 留存收益 | 22,031.06 | 23,697.98 | 25,902.13 | 27,671.52 | 29,924.91 | 归属于母公司净利润 | -17.45% | 7.28% | 6.55% | 22.03% | 7.44% |
| 其他 | (3,355.98) | (3,358.18) | (4,469.39) | (4,192.26) | (4,238.45) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 27,656.63 | 29,757.70 | 31,314.02 | 33,141.03 | 35,456.70 | 毛利率 | 50.39% | 46.52% | 49.37% | 49.03% | 48.39% |
| 负债和股东权益总计 | 37,455.30 | 41,329.13 | 42,892.47 | 44,843.49 | 46,719.43 | 净利率 | 351.55% | 306.62% | 296.64% | 348.13% | 347.07% |
| | | | | | | ROE | 10.86% | 10.98% | 11.12% | 12.82% | 12.87% |
| | | | | | | ROIC | 11.17% | 12.10% | 11.34% | 12.69% | 12.89% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率 | 26.16% | 28.00% | 26.99% | 26.10% | 24.11% |
| 净利润 | 2,987.71 | 3,210.00 | 3,368.81 | 4,110.97 | 4,416.94 | 净负债率 | 26.15% | 30.19% | 31.87% | 29.11% | 26.37% |
| 折旧摊销 | 197.44 | 227.13 | 361.45 | 527.08 | 687.84 | 流动比率 | 0.97 | 0.84 | 0.53 | 0.58 | 0.63 |
| 财务费用 | 305.94 | 369.13 | 459.43 | 494.75 | 447.85 | 速动比率 | 0.96 | 0.82 | 0.52 | 0.55 | 0.61 |
| 投资损失 | (3,033.95) | (3,310.00) | (3,574.86) | (4,383.01) | (4,628.00) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (143.41) | (345.11) | (30.19) | 147.38 | (203.03) | 应收账款周转率 | 2.40 | 2.58 | 2.44 | 2.65 | 2.65 |
| 其它 | 116.38 | 245.02 | 43.77 | 57.62 | 62.28 | 存货周转率 | 8.65 | 8.80 | 9.64 | 9.05 | 9.34 |
| 经营活动现金流 | 430.11 | 396.17 | 628.42 | 954.78 | 783.88 | 总资产周转率 | 0.02 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| 资本支出 | 1,395.91 | 4,456.40 | 2,799.26 | 2,398.22 | 2,379.47 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 952.04 | 1,642.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.67 | 0.72 | 0.76 | 0.93 | 1.00 |
| 其他 | (4,777.20) | (4,615.47) | (2,108.18) | (185.50) | (254.72) | 每股经营现金流 | 0.10 | 0.09 | 0.14 | 0.22 | 0.18 |
| 投资活动现金流 | (2,429.26) | 1,483.45 | 691.09 | 2,212.72 | 2,124.75 | 每股净资产 | 6.16 | 6.54 | 6.88 | 7.28 | 7.79 |
| 债权融资 | 7,943.87 | 9,587.11 | 10,070.11 | 9,742.56 | 9,452.67 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 381.27 | (353.86) | (735.29) | (771.84) | (401.63) | 市盈率 | 16.85 | 15.71 | 14.74 | 12.08 | 11.24 |
| 其他 | (6,342.87) | (11,219.68) | (11,167.51) | (12,134.60) | (11,952.34) | 市净率 | 1.83 | 1.72 | 1.64 | 1.55 | 1.45 |
| 筹资活动现金流 | 1,982.27 | (1,986.43) | (1,832.69) | (3,163.88) | (2,901.29) | EV/EBITDA | 13.17 | 12.99 | 13.11 | 10.64 | 9.80 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 13.96 | 13.80 | 14.32 | 11.83 | 11.15 |
| 现金净增加额 | (16.87) | (106.81) | (513.18) | 3.62 | 7.34 | | | | | | |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |