

杨房沟、两河口全部投产，沿江新能源打开新成长空间

核心观点：

● 事件：

公司发布2021年年报，全年实现营业收入12.63亿元，同比增长22.52%；实现归母净利润30.87亿元（扣非30.24亿元），同比增长-2.35%（扣非增长-0.46%）。公司同日发布2022年一季报，一季度实现营业收入1.74亿元，同比增长-18.18%；实现归母净利润5.58亿元（扣非5.53亿元），同比增长-13.69%（扣非增长-14.13%）。

● 杨房沟、两河口投产发电，新能源与水电项目持续拓展

2021年内，杨房沟全部4台机组以及两河口6台机组中的5台陆续投产（另外1台于2022年3月投产）。公司参控股装机达到34.63GW（不含三峡能源与中广核风电，同比+17.6%），权益装机达到12.52GW（同比+28%）。此外公司投资超17亿元入股中广核风电项目，拓展新能源行业版图；完成了亭子口公司20%股权和玉田公司71%股权的收购工作，拓展优质水电项目；金沙江银江水电站进度超预期，提前一年实现大江截流。

2021年公司营业总收入同比增加2.32亿元，主要原因是子公司川投电力于2020年7月新增并表3家水电公司，导致川投电力2021年营收同比增加2.24亿元；归母净利润同比减少7425.75万元，主要原因是子公司田湾河因仁宗海大坝治理导致净利润同比减少5000.72万元，并且子公司嘉阳电力本期资产处置收益减少，净利润同比减少1728.94万元；投资收益33.35亿元，同比增加0.25亿元。

2022年一季度公司营收同比减少0.39亿元，主要原因是子公司田湾河因仁宗海大坝治理，本期营业收入较去年同期减少0.51亿元；归母净利润同比减少0.89亿元，主要原因一是投资收益同比减少2000.72万元，二是子公司田湾河因仁宗海大坝治理导致利润总额减少3944.83万元，三是母公司财务费用同比增加3001.77万元。

● 经营性现金净流量大幅增加

2021年公司销售毛利率41.91%，同比下降4.61个百分点，主要因为电力业务毛利率同比下降4.55个百分点；经营性现金净流量5.47亿元，同比增加38.04%，主要原因是子公司川投电力与交大光芒本期经营收到的现金同比增加。2022年经营性现金净流量1.10亿元，同比增加254.8%。

● 两河口6台机组全部投产，新一批雅中电站建设有序推进

2022年3月两河口最后一台机组投产，至此两河口6台机组全部投产发电。两河口电站是雅砻江中游梯级电站，拥有雅砻江流域最大的水库，总库容108亿立方米。水库蓄水后，通过科学调度、补偿调节，在不增加物资投入的条件下，可增加中下游水电站平枯期发电量225亿千瓦时。

川投能源(600674.SH)

推荐 (首次)

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-04-20

A股收盘价(元)	10.94
股票代码	600674
A股一年内最高价(元)	15.15
A股一年内最低价(元)	10.19
上证指数	3,151.05
市盈率	16.34
总股本(万股)	440,616
实际流通A股(万股)	440,616
流通A股市值(亿元)	482

相对沪深300表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

新一批雅中电站建设有序推进。目前孟底沟、卡拉水电站正在建设中，总装机 3.42GW，预计十五五期间投产。根据雅砻江水电公司战略规划，在 2030 年以前建设 4-5 个中游主要梯级电站（含已建成的杨房沟、两河口），2030 年总装机达到 23GW 以上，较目前仍有 20% 的增长空间。

- **雅砻江新能源项目有望突破，成为新的业绩增长点**

四川省十四五能源发展规划中提出，加快发展风电和太阳能发电，规划建设金沙江上游、金沙江下游、雅砻江、大渡河中上游水风光一体化可再生能源综合开发基地。雅砻江流域风光资源丰富，待开发规模超过 40GW，且依托两河口等梯级水电站的调度和调节，可以有效平滑风光出力的波动性，提高风光利用率。

公司年报中提到，雅砻江公司在稳妥推进沿江风电、光伏发电项目的并购和开发，在成功并购德昌风力公司后，又取得了德昌县腊巴山风电项目的核准，并成立雅砻江盐源新能源有限公司开发盐源县新能源项目。预计沿江风光项目有望取得突破，进一步增厚公司投资收益，成为新的业绩增长点。

- **估值分析与评级说明**

预计雅砻江公司沿江新能源将打开新成长空间，十四五末公司权益装机将达到 14-15GW。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 36.69 亿元、40.19 亿元、42.40 亿元，对应 PE 分别为 13.14 倍、11.99 倍、11.37 倍。首次覆盖，给予“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

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1263.33	1300.42	1395.68	1440.93
EBITDA（百万元）	534.56	1076.79	1215.86	1339.08
收入增长率	0.23	0.03	0.07	0.03
净利润（百万元）	3087.39	3669.43	4018.97	4239.90
摊薄 EPS(元)	0.70	0.83	0.91	0.96
PE	17.83	13.14	11.99	11.37
EV/EBITDA(X)	125.24	56.67	50.49	46.13
PB	1.76	1.38	1.24	1.12
ROIC	0.01	0.01	0.01	0.01
总资产周转率	0.03	0.02	0.02	0.02

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4096.17	4252.06	4430.72	4697.90	营业收入	1263.33	1300.42	1395.68	1440.93
现金	1005.88	1000.00	1200.00	1400.01	营业成本	733.88	706.96	761.79	784.88
应收账款	333.10	397.17	397.13	425.05	营业税金及附加	38.99	39.01	41.87	43.23
其它应收款	28.63	92.31	65.35	84.87	营业费用	7.45	7.80	7.68	7.20
预付账款	9.34	14.72	12.78	14.75	管理费用	208.18	208.07	209.35	201.73
存货	121.23	143.36	140.16	151.78	财务费用	403.68	389.25	421.19	456.47
其他	2598.00	2604.51	2615.31	2621.44	资产减值损失	-5.00	-200.68	-200.68	-200.57
非流动资产	44371.11	48584.72	53292.81	57889.89	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	32150.21	34585.10	37416.17	40049.14	投资净收益	3334.75	4044.02	4401.06	4633.37
固定资产	5917.79	6999.98	7982.17	8864.36	营业利润	3182.20	3779.66	4141.61	4368.70
无形资产	299.75	396.68	492.12	574.53	营业外收入	1.77	2.00	2.00	2.00
其他	6003.37	6602.96	7402.36	8401.86	营业外支出	3.87	5.00	5.50	6.00
资产总计	48467.29	52836.78	57723.53	62587.79	利润总额	3180.10	3776.66	4138.11	4364.70
流动负债	7824.73	7467.02	6271.52	3829.13	所得税	44.20	49.46	55.86	58.04
短期借款	4835.55	4781.12	3346.18	923.27	净利润	3135.90	3727.20	4082.25	4306.66
应付账款	195.13	206.07	212.30	223.75	少数股东损益	48.51	57.77	63.27	66.75
其他	2794.05	2479.84	2713.04	2682.11	归属母公司净利润	3087.39	3669.43	4018.97	4239.90
非流动负债	8353.17	9353.17	11353.17	14353.17	EBITDA	534.56	1076.79	1215.86	1339.08
长期借款	2738.61	3738.61	5738.61	8738.61	EPS (元)	0.70	0.83	0.91	0.96
其他	5614.55	5614.55	5614.55	5614.55					
负债合计	16177.89	16820.19	17624.69	18182.29	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1041.98	1099.76	1163.03	1229.78	营业收入	22.52%	2.94%	7.33%	3.24%
归属母公司股东权益	31247.41	34916.84	38935.81	43175.72	营业利润	-2.23%	18.78%	9.58%	5.48%
负债和股东权益	48467.29	52836.78	57723.53	62587.79	归属母公司净利润	-2.35%	18.85%	9.53%	5.50%
					毛利率	41.91%	45.64%	45.42%	45.53%
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	244.38%	282.17%	287.96%	294.25%
经营活动现金流	546.86	595.34	1456.74	1234.79	ROE	9.88%	10.51%	10.32%	9.82%
净利润	3135.90	3727.20	4082.25	4306.66	ROIC	0.54%	0.62%	0.63%	0.63%
折旧摊销	286.44	764.22	867.39	961.12	资产负债率	33.38%	31.83%	30.53%	29.05%
财务费用	413.18	409.31	443.19	482.47	净负债比率	50.10%	46.70%	43.95%	40.95%
投资损失	-3331.86	-4044.02	-4401.06	-4633.37	流动比率	0.52	0.57	0.71	1.23
营运资金变动	61.77	-465.05	260.78	-86.66	速动比率	0.50	0.55	0.68	1.18
其它	-18.57	203.68	204.18	204.57	总资产周转率	0.03	0.02	0.02	0.02
投资活动现金流	-2512.77	-1137.49	-1378.61	-1129.39	应收账款周转率	3.79	3.27	3.51	3.39
资本支出	-905.22	-2746.63	-2948.60	-3129.79	应付帐款周转率	6.47	6.31	6.57	6.44
长期投资	-3628.58	-2434.89	-2831.07	-2632.98	每股收益	0.70	0.83	0.91	0.96
其他	2021.03	4044.02	4401.06	4633.37	每股经营现金	0.12	0.14	0.33	0.28
筹资活动现金流	2365.35	536.26	121.87	94.61	每股净资产	7.09	7.92	8.84	9.80
短期借款	1437.17	-54.43	-1434.94	-2422.92	P/E	17.83	13.14	11.99	11.37
长期借款	1135.32	1000.00	2000.00	3000.00	P/B	1.76	1.38	1.24	1.12
其他	-207.15	-409.31	-443.19	-482.47	EV/EBITDA	125.24	56.67	50.49	46.13
现金净增加额	399.44	-5.88	200.00	200.01	PS	38.16	37.07	34.54	33.45

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

陶贻功，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，北京化工大学硕士，2018年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

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。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

联系方式

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

北京市丰台区西营街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：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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

北京地区：唐漫羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn