

缺水、地震接踵而至，雅砻江稳中有增

2022 年 10 月 22 日

► **事件概述：**10 月 21 日，公司公布 2022 年三季度报告，前三季度实现营业收入 8.83 亿元，同比下降 1.1%；归属于上市公司股东的净利润 29.19 亿元，同比增长 5.0%；归属于上市公司股东的扣非净利润 28.76 亿元，同比增长 6.3%。第三季度公司实现营业收入 4.07 亿元，同比下降 4.3%；归属于上市公司股东的净利润 13.59 亿元，同比下降 7.5%；归属于上市公司股东的扣非净利润 13.42 亿元，同比下降 5.2%。

► **缺水、地震接踵而至，影响控股水电出力。**8 月四川遭遇极端高温、少雨气候，对水电出力造成不利影响；“9.5”泸定地震进一步雪上加霜，公司部分控股电站机组在震后 18 天才全部恢复并网发电。3Q22 控股水电发电量 17.91 亿千瓦时，同比下降 12.6%。

► **两杨增发、电价上行，雅砻江稳中有增。**公司参股的主要水电资产雅砻江、大渡河均位于四川地区，受到 Q3 极端天气影响。但获益于两河口、杨房沟带来的增量，雅砻江水电单季度完成发电量 296.26 亿千瓦时，同比增长 20.79 亿千瓦时，增幅 7.6%；且电价上行也抵消了部分出力下滑的影响。3Q22 对联营/合营企业投资收益 14.01 亿元，同比减少 0.30 亿元，降幅 2.1%；其中，3Q21 雅砻江有历史拖欠增值税返还产生的非经常性损益近 3 亿元，推算雅砻江单季度扣非净利润或稳中有增。前三季度公司对联营/合营企业累计实现投资收益 31.18 亿元，同比增加 2.93 亿元，增幅 10.4%。

► **新能源布局小荷才露尖尖角。**目前公司已参股三峡能源、中核汇能、中广核风电三大头部新能源运营商，同时积极布局控股新能源项目，3Q22 控股光伏完成发电量 0.27 亿千瓦时。

► **投资建议：**公司坚定水电主业发展的同时积极参控股新能源业务，不断拓展主营业务版图，Q3 新能源业务开始释放业绩增量。两、杨助力流域梯级电站的联合调度运行，叠加外送电价上行，有效对冲了极端气候的影响，确保公司投资收益稳中有增。根据电量、电价的变动调整对公司的盈利预测，预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 0.80/0.92/0.95 元（前值 0.91/0.91/0.92 元），对应 2022 年 10 月 21 日收盘价 PE 分别 14.6/12.8/12.4 倍。给予公司 2022 年 16.0 倍 PE，目标价 12.80 元，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

11.75 元

目标价：

12.80 元


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1. 川投能源 (600674.SH) 首次覆盖报告：雅中进入收获季，高分红下价值再发现-2022/08/26

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1263	1428	1611	1623
增长率 (%)	22.5	13.0	12.8	0.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3087	3568	4086	4216
增长率 (%)	-2.3	15.6	14.5	3.2
每股收益 (元)	0.69	0.80	0.92	0.95
PE	16.9	14.6	12.8	12.4
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1263	1428	1611	1623
营业成本	734	924	932	940
营业税金及附加	39	44	50	50
销售费用	22	26	29	29
管理费用	208	236	266	268
研发费用	27	30	34	34
EBIT	253	168	300	302
财务费用	404	346	350	343
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
投资收益	3335	3831	4233	4358
营业利润	3182	3674	4207	4341
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	3180	3674	4207	4341
所得税	44	51	59	61
净利润	3136	3623	4148	4280
归属于母公司净利润	3087	3568	4086	4216
EBITDA	540	522	680	708

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1006	1541	1523	1503
应收账款及票据	451	607	685	690
预付款项	9	12	12	12
存货	121	147	148	149
其他流动资产	2509	3467	3476	3477
流动资产合计	4096	5774	5844	5831
长期股权投资	32150	33216	33826	34538
固定资产	5918	6144	6525	6978
无形资产	300	315	330	345
非流动资产合计	44371	46403	48208	50364
资产合计	48467	52177	54052	56195
短期借款	4836	4797	5001	5575
应付账款及票据	196	254	256	258
其他流动负债	2793	3581	3603	3614
流动负债合计	7825	8632	8860	9447
长期借款	2739	2739	2739	2739
其他长期负债	5615	6615	6115	5615
非流动负债合计	8353	9353	8853	8353
负债合计	16178	17986	17714	17801
股本	4406	4448	4448	4448
少数股东权益	1042	1096	1159	1223
股东权益合计	32289	34191	36338	38395
负债和股东权益合计	48467	52177	54052	56195

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.52	13.00	12.82	0.76
EBIT 增长率	-9.39	-33.62	78.82	0.45
净利润增长率	-2.35	15.58	14.51	3.18
盈利能力 (%)				
毛利率	41.91	35.27	42.16	42.10
净利润率	248.22	253.76	257.56	263.75
总资产收益率 ROA	6.37	6.84	7.56	7.50
净资产收益率 ROE	9.88	10.78	11.62	11.34
偿债能力				
流动比率	0.52	0.67	0.66	0.62
速动比率	0.50	0.65	0.64	0.60
现金比率	0.13	0.18	0.17	0.16
资产负债率 (%)	33.38	34.47	32.77	31.68
经营效率				
应收账款周转天数	96.24	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	60.29	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.80	0.92	0.95
每股净资产	7.03	7.44	7.91	8.36
每股经营现金流	0.12	0.26	0.14	0.16
每股股利	0.40	0.45	0.50	0.55
估值分析				
PE	17	15	13	12
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	118.85	123.72	94.54	90.86
股息收益率 (%)	3.40	3.83	4.26	4.68

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3136	3623	4148	4280
折旧和摊销	286	354	379	407
营运资金变动	62	655	-64	6
经营活动现金流	547	1164	603	700
资本开支	-905	-1308	-1561	-1838
投资	-3629	-2017	-610	-712
投资活动现金流	-2513	501	2057	1803
股权募资	83	42	0	0
债务募资	3930	961	-296	74
筹资活动现金流	2365	-1131	-2678	-2523
现金净流量	399	535	-18	-20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026