

川投能源 (600674.SH)

雅砻江水电稳健增长，期待浮动电价增厚业绩

核心观点：

- **来水偏枯、水坝治理及地震等影响发电量，前三季度归母净利润同比+5.02%**。公司前三季度实现营收/归母净利润分别为 8.83、29.19 亿元（同比-1.08%、+5.02%），单三季度实现营收/归母净利润分别为 4.07、13.59 亿元（同比-4.25%、-7.48%）。受仁宗海大坝治理及地震影响，公司前三季度控股水电发电量同比降低 11.83%，但雅砻江水电稳健增长带动投资收益同比增加 2.88 亿元至 31.88 亿元（同比+9.94%）。
- **来水偏枯凸显水库调节能力，雅砻江水电 Q3 发电量同比+7.55%**。2022 年 7-8 月，四川省在主汛期遭遇极端旱情，雅砻江水电充分发挥三大水库调节优势，加大出力保供，单三季度实现发电量 296.26 亿千瓦时（同比+7.55%），前三季度实现发电量 669.10 亿千瓦时（同比+18.79%）。2022H1 雅砻江水电贡献公司 93.5% 的投资收益，若以三季度 94% 的比例测算，预计 Q1~Q3 雅砻江水电实现归母净利润 62.2 亿元（同比+11.3%）。此外，雅砻江水电在 9 月份加大蓄水力度，两河口、锦屏一级水电站水位分别抬升 35.1、8.6 米，可有效保障冬季电力供应能力。
- **江苏省完善锦官电源组电价机制，浮动电价提升有望增厚业绩**。2022 年 7 月江苏省发改委将锦官电源组送苏落地电价形成机制完善为“基准落地电价+浮动电价”机制，其中浮动电价为江苏年度交易均价和燃煤基准价之差，2022 年 8 月起锦官电源组送苏上网电价调整为 0.3195 元/千瓦时（相比前值提升 22.74%），后续将按年度核定。
- **盈利预测与投资建议**。预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 35.5/41.4/42.9 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 14.6/12.5/12.1 倍。雅砻江水电业绩稳健，新能源成长空间广阔。参考同业估值，给予公司 2022 年 15 倍 PE，对应 12.08 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示**。来水波动风险；上网电价调整风险；投资收益波动风险；项目建设进度不及预期风险等。

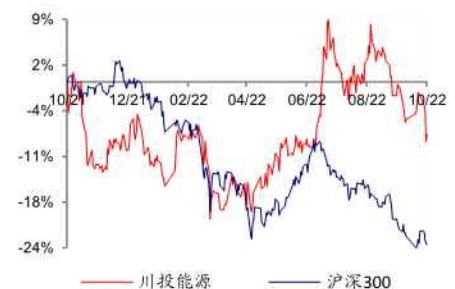
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,031	1,263	1,285	1,374	1,442
增长率（%）	23.0	22.5	1.7	6.9	5.0
EBITDA（百万元）	507	540	636	695	740
归母净利润（百万元）	3,162	3,087	3,551	4,135	4,294
增长率（%）	7.3	-2.3	15.0	16.4	3.9
EPS（元/股）	0.72	0.70	0.81	0.94	0.97
市盈率（x）	13.99	17.84	14.58	12.52	12.06
ROE（%）	11.0	9.9	10.8	11.8	11.6
EV/EBITDA（x）	105.08	124.07	103.16	95.21	90.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.75 元
合理价值	12.08 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-23

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

川投能源 (600674.SH) : 雅砻江水电投资收益助推，H1 业绩同比+19%

川投能源 (600674.SH) : 雅砻江水电发力，Q2 业绩 +51%

川投能源 (600674.SH) : 雅砻江水电量价提升，新能源加速布局

联系人：郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,543	4,096	4,063	4,364	4,362	经营活动现金流	396	547	56	655	706
货币资金	604	1,006	953	1,213	1,178	净利润	3,210	3,136	3,607	4,200	4,362
应收及预付	470	460	482	514	540	折旧摊销	227	286	392	406	421
存货	133	121	119	123	127	营运资金变动	-240	62	-551	-5	2
其他流动资产	3,337	2,509	2,510	2,514	2,518	其它	-2,801	-2,937	-3,391	-3,946	-4,079
非流动资产	36,786	44,371	47,568	50,236	53,065	投资活动现金流	1,483	-2,513	338	1,464	1,454
长期股权投资	28,923	32,150	34,719	36,719	38,719	资本支出	-430	-905	-1,021	-1,075	-1,252
固定资产	5,310	5,918	5,863	5,831	5,828	投资变动	-545	-3,629	-2,569	-2,000	-2,000
在建工程	885	1,711	2,376	3,059	3,876	其他	2,458	2,021	3,929	4,540	4,707
无形资产	285	300	318	334	350	筹资活动现金流	-1,986	2,365	-448	-1,859	-2,196
其他长期资产	1,383	4,293	4,293	4,293	4,293	银行借款	8,716	11,496	1,735	602	431
资产总计	41,329	48,467	51,631	54,600	57,427	股权融资	21	83	1	0	0
流动负债	5,394	7,825	8,031	7,672	7,141	其他	-10,723	-9,213	-2,184	-2,461	-2,627
短期借款	3,398	4,836	5,571	5,173	4,604	现金净增加额	-107	399	-53	260	-35
应付及预收	176	196	204	210	217	期初现金余额	708	601	1,006	953	1,213
其他流动负债	1,820	2,793	2,256	2,289	2,321	期末现金余额	601	1,001	953	1,213	1,178
非流动负债	6,177	8,353	9,553	10,753	11,953						
长期借款	1,603	2,739	3,739	4,739	5,739						
应付债券	3,995	5,012	5,212	5,412	5,612						
其他非流动负债	579	603	603	603	603						
负债合计	11,571	16,178	17,585	18,425	19,094						
股本	4,402	4,406	4,407	4,407	4,407						
资本公积	4,054	4,088	4,088	4,088	4,088						
留存收益	19,644	21,058	22,757	24,821	26,911						
归属母公司股东权益	28,796	31,247	32,948	35,012	37,102						
少数股东权益	962	1,042	1,098	1,163	1,231						
负债和股东权益	41,329	48,467	51,631	54,600	57,427						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,031	1,263	1,285	1,374	1,442
营业成本	551	734	742	765	788
营业税金及附加	33	39	39	41	43
销售费用	14	22	23	25	26
管理费用	148	208	212	227	238
研发费用	20	27	26	27	29
财务费用	356	404	523	579	611
资产减值损失	-2	-5	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3,310	3,335	3,929	4,540	4,707
营业利润	3,255	3,182	3,659	4,261	4,425
营业外收支	-5	-2	-1	-1	-1
利润总额	3,250	3,180	3,658	4,260	4,424
所得税	40	44	51	60	62
净利润	3,210	3,136	3,607	4,200	4,362
少数股东损益	48	49	56	65	68
归属母公司净利润	3,162	3,087	3,551	4,135	4,294
EBITDA	507	540	636	695	740
EPS (元)	0.72	0.70	0.81	0.94	0.97

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	23.0%	22.5%	1.7%	6.9%	5.0%
营业利润增长	7.6%	-2.2%	15.0%	16.4%	3.9%
归母净利润增长	7.3%	-2.3%	15.0%	16.4%	3.9%
获利能力					
毛利率	46.5%	41.9%	42.3%	44.3%	45.4%
净利率	311.3%	248.2%	280.6%	305.6%	302.4%
ROE	11.0%	9.9%	10.8%	11.8%	11.6%
ROIC	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
偿债能力					
资产负债率	28.0%	33.4%	34.1%	33.7%	33.2%
净负债比率	38.9%	50.1%	51.6%	50.9%	49.8%
流动比率	0.84	0.52	0.51	0.57	0.61
速动比率	0.81	0.50	0.49	0.55	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03
应收账款周转率	2.88	3.79	3.65	3.65	3.65
存货周转率	7.78	10.42	10.81	11.20	11.40
每股指标 (元)					
每股收益	0.72	0.70	0.81	0.94	0.97
每股经营现金流	0	0	0	0	0
每股净资产	6.54	7.09	7.48	7.94	8.42
估值比率					
P/E	13.99	17.84	14.58	12.52	12.06
P/B	1.54	1.76	1.57	1.48	1.40
EV/EBITDA	105.08	124.07	103.16	95.21	90.38

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。