

业绩惊喜连连，成长与价值属性兼备

➤ **事件概述：**4 月 20 日，公司发布 2022 年度报告，报告期内实现营业收入 14.20 亿元，同比增长 12.43%；归属于上市公司股东的净利润 35.15 亿元，同比增长 13.86%；归属于上市公司股东的扣非净利润 34.46 亿元，同比增长 13.95%。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.4 元（含税）。公司发布 2023 年一季度报告，报告期内实现营业收入 2.51 亿元，同比增长 44.06%；归属于上市公司股东的净利润 11.36 亿元，同比增长 103.65%；归属于上市公司股东的扣非净利润 11.34 亿元，同比增长 105.12%。

➤ **雅砻江惊喜连连，大渡河有望锦上添花：**受益于两杨电站投产及锦官电源组送苏电价上行，雅砻江水电业绩改善，2022 年公司对其投资收益同比增加 5.21 亿元，带动公司全年投资收益同比增加 5.80 亿元至 39.15 亿元。1Q23，雅砻江水电完成发电量 213.84 亿千瓦时，同比增长 33.0%，同期上网电价同比增长 4.7%，业绩持续改善增厚公司投资收益，Q1 公司对联营/合营企业投资收益达 12.38 亿元，同比增长 84.9%。2022 年 11 月，公司公告以 40.13 亿元成功竞买国能大渡河 10% 股权，至此公司对其持股增至 20%。大渡河受限于外送通道建设等因素，盈利能力受限，经历 2022 年夏极端高温、缺水造成的电力紧张情况，四川有望加速域内水电开发与相应的外送电网建设，困扰大渡河流域开发的消纳问题有望加速解决，大渡河公司盈利能力有望改善。

➤ **转型正当时，风光增长可期：**水电主业之外，公司积极拓展风光业务，2022 年公司以 3.15 亿元收购广西玉柴农光 51% 股权，自主建成攀枝花邮处中心屋顶分布式光伏发电项目，全年新增控股光伏装机 18.36 万千瓦。2022 年年中，公司以 16 亿元增资中核汇能取得 6.4% 股权，根据中核规划至“十四五”末其风光装机达到 30GW 以上，雅砻江水电腊巴山 25.8 万千瓦风电项目、柯拉 100 万千瓦光伏项目目前业已正式开工建设，公司将充分分享参、控股新能源公司高速发展成果。

➤ **收官亦是开始，分红有望提升：**公司公布《股东回报规划（2023-2025）》，每年以现金方式分配的利润不低于归母净利润的 50% 变更为每股不低于 0.4 元（含税），2022 年公司每股分派现金红利 0.40 元/股，分红比率为 50.0%，较好衔接两份《股东回报规划》。自 2016 年雅下开发完成后，雅砻江水电对两大股东年度资金需求逐渐下降，2022 年度川投能源对其增资 7.2 亿元，同比下降 25%，同期收回现金分红 21.00 亿元。随着雅砻江水电利润提升，自有资金开发占比提高，公司现金分红比率与绝对规模均有望进一步提高。

➤ **投资建议：**公司主营水电业绩改善，新能源业务逐步发力；参股的雅砻江水电、大渡河公司有望持续增厚投资收益；制定《股东回报规划》，后续分红明确，分红率仍具有提升空间。根据电量、电价的变动调整对公司的盈利预测预计 23/24 年 EPS 分别为 1.05/1.09 元（前值 0.91/0.94 元），新增 25 年 EPS 预测值 1.13 元，对应 2023 年 04 月 20 日收盘价 PE 分别 13.5/13.0/12.5 倍。参考公司历史估值水平以及核心资产业绩释放潜力，给予公司 2023 年 15.0 倍 PE，目标价 15.75 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1420	1676	1690	1861
增长率（%）	12.4	18.0	0.9	10.1
归属母公司股东净利润（百万元）	3515	4668	4846	5052
增长率（%）	13.9	32.8	3.8	4.2
每股收益（元）	0.79	1.05	1.09	1.13
PE	18.0	13.5	13.0	12.5
PB	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 20 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

14.17 元

目标价：

15.75 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) 2022 年业绩快报
点评：符合预期，雅砻江、大渡河再上一层楼
-2023/01/16

2. 川投能源 (600674.SH) 2022 年三季报点评：缺水、地震接踵而至，雅砻江稳中有增
-2022/10/22

3. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1420	1676	1690	1861
营业成本	873	946	955	1039
营业税金及附加	39	42	42	47
销售费用	18	20	20	22
管理费用	197	235	237	261
研发费用	29	34	34	37
EBIT	225	399	402	456
财务费用	516	448	460	446
资产减值损失	-29	-5	-5	-5
投资收益	3915	4831	5022	5164
营业利润	3597	4800	4982	5194
营业外收支	17	-3	-3	-3
利润总额	3614	4797	4979	5191
所得税	42	58	60	62
净利润	3572	4739	4920	5129
归属于母公司净利润	3515	4668	4846	5052
EBITDA	554	789	819	898

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	842	4131	4060	694
应收账款及票据	713	648	653	719
预付款项	5	9	10	10
存货	101	151	152	166
其他流动资产	2806	2228	2229	2237
流动资产合计	4467	7167	7104	3826
长期股权投资	36083	37149	37759	38470
固定资产	6398	6789	7232	7650
无形资产	501	516	531	546
非流动资产合计	50246	52497	54541	59916
资产合计	54714	59664	61645	63742
短期借款	2562	2562	2562	2562
应付账款及票据	242	260	263	286
其他流动负债	5133	4719	4731	4853
流动负债合计	7938	7541	7556	7701
长期借款	4128	5965	5965	5965
其他长期负债	7449	8449	7949	7449
非流动负债合计	11577	14415	13915	13415
负债合计	19515	21956	21471	21116
股本	4461	4461	4461	4461
少数股东权益	1382	1453	1527	1604
股东权益合计	35199	37708	40174	42626
负债和股东权益合计	54714	59664	61645	63742

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.43	17.96	0.86	10.11
EBIT 增长率	-11.23	77.75	0.75	13.23
净利润增长率	13.86	32.80	3.81	4.25
盈利能力 (%)				
毛利率	38.51	43.54	43.51	44.19
净利润率	251.50	282.84	291.10	275.61
总资产收益率 ROA	6.42	7.82	7.86	7.93
净资产收益率 ROE	10.40	12.88	12.54	12.31
偿债能力				
流动比率	0.56	0.95	0.94	0.50
速动比率	0.55	0.93	0.92	0.47
现金比率	0.11	0.55	0.54	0.09
资产负债率 (%)	35.67	36.80	34.83	33.13
经营效率				
应收账款周转天数	168.25	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	42.26	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	0.79	1.05	1.09	1.13
每股净资产	7.58	8.13	8.66	9.20
每股经营现金流	0.14	0.22	0.19	0.22
每股股利	0.40	0.45	0.55	0.60
估值分析				
PE	18.0	13.5	13.0	12.5
PB	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	139.36	97.23	93.16	88.18
股息收益率 (%)	2.82	3.18	3.88	4.23
现金流量表 (百万元)				
净利润	3572	4739	4920	5129
折旧和摊销	329	390	417	442
营运资金变动	19	193	7	57
经营活动现金流	614	965	839	966
资本开支	-647	-1571	-1848	-5102
投资	-2347	-1066	-610	-712
投资活动现金流	-1197	2189	2559	-655
股权募资	90	0	0	0
债务募资	2965	2838	-500	-500
筹资活动现金流	418	135	-3470	-3678
现金净流量	-165	3289	-71	-3366

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受到任何形式的补偿。

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。	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