



控、参水电显著反弹

2023 年 10 月 18 日

➤ **事件概述:** 10 月 17 日, 公司发布 2023 年三季度报告, 前三季度实现营业收入 10.20 亿元, 同比增长 15.5%; 归母净利润 38.42 亿元, 同比增长 31.6%; 扣非归母净利润 38.11 亿元, 同比增长 32.5%。第三季度公司实现营业收入 4.73 亿元, 同比增长 16.1%; 归母净利润 17.44 亿元, 同比增长 28.3%; 扣非归母净利润 17.34 亿元, 同比增长 29.2%。

➤ **量价齐升, 控股水电回归正轨:** Q3 公司控股水电来水转好, 单季度控股水电完成发电量 22.13 亿千瓦时, 同比增长 23.6%; 同期水电上网电价同比增长 7.9%至 0.178 元/千瓦时 (不含税), 控股水电量价齐升助力营收同比高增。

➤ **雅砻江无虞, 投资收益贡献核心业绩:** Q3 雅砻江水电完成发电量 270.62 亿千瓦时, 同比下降 8.7%, 单 9 月其完成发电量 105.10 亿千瓦时, 同比增长 50.6%, 雅砻江电量正逐步修复; 同时 Q3 雅砻江水电平均上网电价同比增长 14.7%达到 0.289 元/千瓦时 (含税), 电价上涨部分缓解电量下滑带来的业绩压力。叠加大渡河水电股权收购后权益比例提升以及中核汇能业绩释放, Q3 公司实现投资净收益 17.59 亿元, 同比增长 23.9%; 其中, 对联营/合营企业投资收益 16.90 亿元, 同比增加 2.88 亿元, 增幅 20.6%。

➤ **控、参股绿电逐步落地:** 2023 年前三季度公司光伏完成发电量 1.77 亿千瓦时, 同比增长 555.6%; Q3 完成发电量 0.77 亿千瓦时, 同比增长 185.2%; 但因市场化交易波动, 单季度光伏平均上网电价 0.625 元/度, 同比下降 4.1%。此外, 9 月 21 日, 公司参股的装机容量达 25.8 万千瓦的雅砻江腊巴山风电项目已经正式投产, 雅砻江水风光基地项目正逐步落地。

➤ **投资建议:** 公司控股水电业绩修复, 参股雅砻江水电电量正逐步改善, 控、参股新能源业务逐步落地。维持对公司现有资产的盈利预测, 预计 23/24/25 年 EPS 分别为 1.05/1.09/1.13 元, 对应 10 月 17 日收盘价 PE 分别为 14.6/14.0/13.5 倍, 参考公司历史估值及同业可比公司估值水平, 给予公司 23 年 16.0 倍 PE 估值, 目标价 16.80 元/股, 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:

15.25 元

目标价:

16.80 元



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

电话: 021-60876734

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书: S0100122070006

电话: 021-60876734

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.川投能源 (600674.SH) 2023 年半年报点评: 水电量缩价增, 绿电高速发展-2023/08/18

2.川投能源 (600674.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩惊喜连连, 成长与价值属性兼备-2023/04/21

3.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

4.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

5.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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,420	1,676	1,690	1,861
增长率 (%)	12.4	18.0	0.9	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,515	4,668	4,848	5,054
增长率 (%)	13.9	32.8	3.9	4.2
每股收益 (元)	0.79	1.05	1.09	1.13
PE	19.4	14.6	14.0	13.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 10 月 17 日收盘价)

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	1,420	1,676	1,690	1,861
营业成本	873	946	955	1,039
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	457	443
资产减值损失	-29	-5	-5	-5
投资收益	3,915	4,831	5,022	5,164
营业利润	3,597	4,800	4,985	5,196
营业外收支	17	-3	-3	-3
利润总额	3,614	4,797	4,982	5,193
所得税	42	58	60	62
净利润	3,572	4,739	4,922	5,131
归属于母公司净利润	3,515	4,668	4,848	5,054
EBITDA	554	789	819	898

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	842	4,379	4,310	946
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	2,806	1,980	1,981	1,989
流动资产合计	4,467	7,167	7,106	3,830
长期股权投资	36,083	37,149	37,759	38,470
固定资产	6,398	6,789	7,232	7,650
无形资产	501	516	531	546
非流动资产合计	50,246	52,497	54,541	59,916
资产合计	54,714	59,664	61,647	63,747
短期借款	2,562	2,562	2,562	2,562
应付账款及票据	242	260	263	286
其他流动负债	5,133	4,719	4,731	4,853
流动负债合计	7,938	7,541	7,556	7,701
长期借款	4,128	5,965	5,965	5,965
其他长期负债	7,449	8,449	7,949	7,449
非流动负债合计	11,577	14,415	13,915	13,415
负债合计	19,515	21,956	21,471	21,116
股本	4,461	4,461	4,461	4,461
少数股东权益	1,382	1,453	1,527	1,604
股东权益合计	35,199	37,708	40,176	42,631
负债和股东权益合计	54,714	59,664	61,647	63,747

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	3.86	4.25
盈利能力 (%)				
毛利率	38.51	43.54	43.51	44.19
净利率	251.50	282.84	291.24	275.74
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	12.32
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	0.58	0.57	0.12
资产负债率 (%)	35.67	36.80	34.83	33.12
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	0.50	0.55	0.60
估值分析				
PE	19.4	14.6	14.0	13.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	148.07	103.02	98.74	93.27
股息收益率 (%)	2.62	3.28	3.61	3.93

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,572	4,739	4,922	5,131
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	842	969
资本开支	-647	-1,571	-1,848	-5,102
投资	-2,347	-818	-610	-712
投资活动现金流	-1,197	2,437	2,559	-655
股权募资	90	0	0	0
债务募资	2,965	2,838	-500	-500
筹资活动现金流	418	135	-3,470	-3,678
现金净流量	-165	3,537	-69	-3,364

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