

业绩基本符合预期，抽蓄转型打开成长空间

2024 年 01 月 10 日

➤ **事件概述:** 1 月 9 日，公司发布 2023 年度业绩快报，报告期内实现营业收入 14.86 亿元，同比增长 4.6%；归母净利润 44.03 亿元，同比增长 25.3%；扣非归母净利润 43.21 亿元，同比增长 25.4%。第四季度公司实现营业收入 4.66 亿元，同比下降 13.3%；归母净利润 5.62 亿元，同比下降 5.8%；扣非归母净利润 5.09 亿元，同比下降 10.7%。

➤ **控股水电量收价缩拖累营收:** 2023 年公司控股水电完成发电量 49.99 亿千瓦时，同比增长 6.4%；但因流域来水不佳，Q4 控股水电完成发电量 11.85 亿千瓦时，同比下降 8.4%，我们测算同期水电上网电价同比下降 9.5%至 0.2 元/千瓦时（不含税），控股水电量收价缩拖累营收。

➤ **雅砻江来水不佳或影响投资收益:** 据四川水文网数据，2023 年 10 月/11 月，雅砻江来水 43.02/25.56 亿立方米，同比下降 15.9%/28.4%，较多年均值下降 33.1%/25.8%。雅砻江来水不佳，我们推测 Q4 其电量或有下滑进而影响公司投资收益。此外，2023 年 10 月/11 月，大渡河来水 47.71/25.68 亿立方米，同比下降 0.5%/增长 7.2%，较多年均值下降 5.5%/2.6%，考虑公司对国能大渡河持股增至 20%，其来水改善叠加消纳情况改善有望增益公司投资收益。

➤ **光伏“显露头角”，抽蓄开发步入正轨:** 2023 年 12 月 20 日，公司公告以 1.28 亿元的价格收购广西融安玉柴新能源 51%股权，光伏版图进一步扩大；2023 年公司光伏完成发电量 2.32 亿千瓦时，同比增长 172.9%；Q4 完成发电量 0.55 亿千瓦时，同比下降 5.2%；单季度光伏平均上网电价 0.623 元/千瓦时，同比增长 0.6%。同日，公司公告拟投资 82.63 亿元开发屏山抽蓄项目（装机规模 120 万千瓦），凭借水电运营经验积极转型抽蓄电站开发，打开公司后续成长空间。

➤ **投资建议:** Q4 来水不佳，参、控股水电业绩不及预期，但短期承压不改长期向好趋势；新能源业务逐步发力，抽蓄转型进一步打开成长空间。根据电量、电价的变动调整对公司的盈利预测，考虑可转债转股对股本的影响后，预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.96/1.06/1.10 元（前值 1.05/1.09/1.13 元），对应 2024 年 01 月 09 日收盘价 PE 分别 15.5/14.1/13.5 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 2024 年 16.0 倍 PE，目标价 16.96 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)	1,420	1,486	1,690	1,861
增长率 (%)	12.4	4.6	13.7	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,515	4,403	4,847	5,052
增长率 (%)	13.9	25.3	10.1	4.2
每股收益 (元)	0.77	0.96	1.06	1.10
PE	19.4	15.5	14.1	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 2024 年 01 月 09 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

14.92 元

目标价:

16.96 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

- 川投能源 (600674.SH) 2023 年三季度报点评: 控、参水电显著反弹-2023/10/18
- 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
- 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
- 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
- 川投能源 (600674.SH) 2022 年三季度报点评: 缺水、地震接踵而至, 雅砻江稳中有增-2022/10/22

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	1,486	1,690	1,861
营业成本	873	924	955	1,039
营业税金及附加	39	37	42	47
销售费用	18	18	20	22
管理费用	197	208	237	261
研发费用	29	30	34	37
EBIT	225	269	402	456
财务费用	516	448	459	446
资产减值损失	-29	0	-5	-5
投资收益	3,915	4,691	5,022	5,164
营业利润	3,597	4,549	4,983	5,194
营业外收支	17	22	-3	-3
利润总额	3,614	4,571	4,980	5,191
所得税	42	69	60	62
净利润	3,572	4,503	4,921	5,129
归属于母公司净利润	3,515	4,403	4,847	5,052
EBITDA	554	658	819	898

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	842	4,232	4,066	629
应收账款及票据	713	575	653	719
预付款项	5	9	10	10
存货	101	152	152	166
其他流动资产	2,806	1,972	1,981	1,989
流动资产合计	4,467	6,940	6,862	3,512
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	59,436	61,403	63,429
短期借款	2,562	2,562	2,562	2,562
应付账款及票据	242	254	263	286
其他流动负债	5,133	4,674	4,731	4,853
流动负债合计	7,938	7,491	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	21,906	21,471	21,116
股本	4,461	4,580	4,580	4,580
少数股东权益	1,382	1,482	1,556	1,633
股东权益合计	35,199	37,531	39,933	42,313
负债和股东权益合计	54,714	59,436	61,403	63,429

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	4.61	13.74	10.11
EBIT 增长率	-11.23	19.62	49.71	13.23
净利润增长率	13.86	25.25	10.08	4.23
盈利能力 (%)				
毛利率	38.51	37.79	43.51	44.19
净利润率	251.50	303.03	291.16	275.61
总资产收益率 ROA	6.42	7.41	7.89	7.96
净资产收益率 ROE	10.40	12.21	12.63	12.42
偿债能力				
流动比率	0.56	0.93	0.91	0.46
速动比率	0.55	0.90	0.88	0.43
现金比率	0.11	0.56	0.54	0.08
资产负债率 (%)	35.67	36.86	34.97	33.29
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	0.77	0.96	1.06	1.10
每股净资产	7.38	7.87	8.38	8.88
每股经营现金流	0.13	0.19	0.18	0.21
每股股利	0.40	0.50	0.55	0.60
估值分析				
PE	19.4	15.5	14.1	13.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	148.63	124.15	99.41	93.96
股息收益率 (%)	2.68	3.35	3.69	4.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,572	4,503	4,921	5,129
折旧和摊销	329	390	417	442
营运资金变动	19	228	-23	57
经营活动现金流	614	871	810	967
资本开支	-647	-1,544	-1,848	-5,102
投资	-2,347	-818	-610	-712
投资活动现金流	-1,197	2,324	2,559	-655
股权募资	90	119	0	0
债务募资	2,965	2,838	-500	-500
筹资活动现金流	418	195	-3,535	-3,749
现金净流量	-165	3,390	-166	-3,438

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。	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