

控股水电业绩改善，参股资产有望多点开花

2024 年 04 月 12 日

➤ **事件：**4 月 11 日，公司发布 2023 年度报告，报告期内实现营业收入 14.82 亿元，同比增长 4.36%；归母净利润 44.00 亿元，同比增长 25.17%；扣非归母净利润 43.16 亿元，同比增长 25.24%；公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.4 元，合计派发现金红利 19.50 亿元，现金分红比例约 44.31%。公司发布 2024 年一季报，报告期内实现营业收入 2.58 亿元，同比增长 2.92%；归母净利润 12.73 亿元，同比增长 12.06%；扣非归母净利润 12.68 亿元，同比增长 11.88%。

➤ **投资收益对业绩贡献度有望提升：**受益于两、杨电站增量贡献及电价上行，雅砻江水电业绩持续上行，2023 年公司对其投资收益同比增加 6.02 亿元至 41.54 亿元，带动公司全年投资净收益同比增加 8.98 亿元至 48.13 亿元；此外，公司对国能大渡河、中核汇能投资收益同比分别增加 1.50、1.18 亿元至 3.05、1.71 亿元。大渡河受限于外送通道建设等因素，盈利能力受限，随着四川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；中核汇能作为中国核电旗下新能源开发平台，2023 年新增新能源装机约 6.0GW，1Q24 进一步新增新能源装机约 2.8GW，截至 2024 年一季度末在运新能源装机达到 21.34GW，公司有望充分分享中核汇能高速发展成果；二者对公司投资收益贡献度有望逐渐提升。

➤ **光伏量缩价降影响单季度营收增速：**1Q24，公司完成发电量 7.84 亿千瓦时，同比增 10.6%，其中，控股水电受益来水转好，单季度完成发电量 7.53 亿千瓦时，同比增长 12.7%；但同期光伏完成发电量 0.31 亿千瓦时，同比下降 24.4%，上网电价同比下降 10.9%至 0.57 元/千瓦时（不含税）。光伏量缩价降影响下，公司营收增速较发电量增速低 7.66 个百分点。

➤ **降费增厚单季度业绩：**1Q24，公司实现投资净收益 13.28 亿元，同比增加 0.77 亿元，增幅 6.1%；财务费用同比下降 0.52 亿元至 1.03 亿元，降幅 33.6%，财务费用节约助力公司归母净利润增速高于投资收益增速 5.9 个百分点。

➤ **投资建议：**公司控股水电来水改善，投资收益对业绩贡献度持续提升。根据电量、电价调整对公司盈利预测，考虑可转债转股对股本的影响后，预计 24/25 年 EPS 分别为 1.00/1.05 元（前值 1.09/1.13 元），新增 26 年 EPS 为 1.09 元，对应 4 月 11 日收盘价 PE 分别为 16.8/16.1/15.4 倍，参考公司历史估值及同业可比公司估值水平，给予公司 24 年 18.0 倍 PE 估值，目标价 18.00 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,482	1,706	1,878	2,051
增长率 (%)	4.4	15.1	10.1	9.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,400	4,892	5,101	5,335
增长率 (%)	25.2	11.2	4.3	4.6
每股收益 (元)	0.90	1.00	1.05	1.09
PE	18.7	16.8	16.1	15.4
PB	2.2	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 11 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

16.88 元

目标价：

18.00 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

- 川投能源 (600674.SH) 2023 年业绩快报点评：业绩基本符合预期，抽蓄转型打开成长空间-2024/01/10
- 川投能源 (600674.SH) 2023 年三季报点评：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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,482	1,706	1,878	2,051
营业成本	795	919	993	1,067
营业税金及附加	45	51	56	62
销售费用	21	24	26	29
管理费用	216	239	263	287
研发费用	32	34	38	41
EBIT	374	439	502	565
财务费用	615	443	442	426
资产减值损失	-52	-5	-5	-5
投资收益	4,813	5,049	5,201	5,362
营业利润	4,543	5,063	5,280	5,523
营业外收支	22	15	15	15
利润总额	4,565	5,078	5,295	5,538
所得税	58	66	69	72
净利润	4,507	5,012	5,226	5,466
归属于母公司净利润	4,400	4,892	5,101	5,335
EBITDA	704	834	924	1,013

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	515	5,001	5,177	2,033
应收账款及票据	770	884	972	1,061
预付款项	2	3	3	3
存货	69	71	77	83
其他流动资产	2,035	2,080	2,102	2,124
流动资产合计	3,392	8,038	8,331	5,305
长期股权投资	43,252	43,862	44,574	45,372
固定资产	6,284	6,649	7,087	7,500
无形资产	486	501	516	531
非流动资产合计	56,961	58,928	61,069	66,526
资产合计	60,353	66,966	69,400	71,830
短期借款	3,292	3,292	3,292	3,292
应付账款及票据	271	307	332	357
其他流动负债	5,455	5,672	5,792	5,913
流动负债合计	9,019	9,272	9,416	9,562
长期借款	6,026	7,864	7,864	7,864
其他长期负债	6,715	7,715	7,215	6,715
非流动负债合计	12,742	15,579	15,079	14,579
负债合计	21,760	24,851	24,495	24,141
股本	4,580	4,875	4,875	4,875
少数股东权益	1,501	1,621	1,747	1,878
股东权益合计	38,593	42,115	44,904	47,689
负债和股东权益合计	60,353	66,966	69,400	71,830

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.36	15.08	10.09	9.21
EBIT 增长率	66.25	17.57	14.34	12.58
净利润增长率	25.17	11.18	4.28	4.58
盈利能力 (%)				
毛利率	46.37	46.15	47.14	47.97
净利润率	304.07	293.80	278.30	266.51
总资产收益率 ROA	7.29	7.31	7.35	7.43
净资产收益率 ROE	11.86	12.08	11.82	11.65
偿债能力				
流动比率	0.38	0.87	0.88	0.55
速动比率	0.37	0.86	0.87	0.54
现金比率	0.06	0.54	0.55	0.21
资产负债率 (%)	36.06	37.11	35.30	33.61
经营效率				
应收账款周转天数	182.28	180.00	180.00	180.00
存货周转天数	31.87	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.02	0.03	0.03	0.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.90	1.00	1.05	1.09
每股净资产	7.61	8.31	8.85	9.40
每股经营现金流	0.12	0.18	0.20	0.22
每股股利	0.40	0.50	0.55	0.60
估值分析				
PE	18.7	16.8	16.1	15.4
PB	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	138.78	115.27	103.28	96.85
股息收益率 (%)	2.37	2.96	3.26	3.55

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,507	5,012	5,226	5,466
折旧和摊销	331	394	422	447
营运资金变动	-98	93	28	28
经营活动现金流	596	898	966	1,056
资本开支	-714	-1,730	-1,830	-5,084
投资	-4,164	-610	-712	-798
投资活动现金流	-1,632	2,704	2,654	-526
股权募资	48	294	0	0
债务募资	3,589	2,838	-500	-500
筹资活动现金流	701	885	-3,445	-3,673
现金净流量	-335	4,487	176	-3,144

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