

## 2024年来水有望改善,雅砻江水风光成长空间广阔

### --川投能源 2023 年报和 2024 年一季报点评

#### 核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年实现营收 14.82 亿元,同比增长 4.36%;实现归母净利润 44.00 亿元(扣非 43.16 亿元),同比增长 25.17% (扣非增长 25.24%)。利润分配方案为每股派发现金红利 0.4 元(含税)。2024 年一季度实现营收 2.58 亿元,同比增长 2.92%;实现归母净利润 12.73 亿元(扣非 12.68 亿元),同比增长 12.06% (扣非增长 11.88%)。

- 投资收益高增长,资产负债率大幅降低**

2023 年公司毛利率、净利率分别为 46.37%、30.07%,同比+7.86pet、+52.57pet;期间费用率 59.58%,同比+6.05pet;ROE(加权)12.63%,同比+1.83pet;经营性净现金流 5.91 亿元,同比下降 2.91%;实现投资收益 48.13 亿元,同比增长 22.94%或 8.98 亿元,其中雅砻江、大渡河、中核汇能投资收益分别增加 6.02 亿元、1.50 亿元、1.22 亿元。

2024 年一季度公司毛利率、净利率分别为 44.28%、49.30%,同比+3.85pet、+40.93pet;期间费用率 58.17%,同比-20.97pet;ROE(加权)3.23%,同比-0.07pet;经营性净现金流 1.77 亿元,同比增加 36.38%;实现投资收益 13.28 亿元,同比增长 6.14%或 0.77 亿元。一季度公司资产负债率 31.80%,同比-6.90pet,远低于长江电力、华能水电 60%左右的水平。

- 电价上涨对冲来水偏枯影响,2024 年来水有望改善**

2023 年全年来水整体偏枯,雅砻江发电量 842 亿千瓦时(同比-4.8%),大渡河发电量 452 亿千瓦时(同比-2.4%)。受益于锦官电源组送江苏电价上涨、两河口水电站投产、以及省内市场化电价上涨等因素,2023 年雅砻江平均上网电价 0.310 元/千瓦时(同比+11.1%),预计大渡河上网电价同样实现上涨。电价上涨对冲来水偏枯影响,2023 年雅砻江投资收益 41.56 亿元(同比+17.6%或+6.02 亿元),大渡河投资收益同比+1.50 亿元。

2024 年一季度公司投资收益 13.28 亿元(同比+6.14%),我们预计受益于来水改善。根据四川水文水资源勘测中心数据,2024 年 1-2 月雅砻江、大渡河来水较常年偏丰 30-50%,全年来水有望延续好转趋势。

- 主业实现多点突破,权益装机持续增长**

公司积极拓展主业投资项目,2023 年完成摘牌收购国能大渡河公司 10%股权,增加权益装机约 110 万千瓦;成功摘牌广西融安玉柴新能源公司 51%股权项目,新增控股装机 10 万千瓦;成功中选屏山抽水蓄能电站项目市场化竞争配置投资开发主体,初拟装机 120 万千瓦,预计投资 82.63 亿元,总工期 77 个月,公司持股 96-98%。

截至 2023 年末公司参控股总装机达 3653 万千瓦(不含三峡能源、中广核风电和中核汇能),权益装机 1614 万千瓦,同比增长 17.5%;2020-2023 年,权益装机复合增速 18.2%,推动投资收益中枢提升。

### 川投能源(600674)

推荐 (维持)

#### 分析师

##### 陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

##### 梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

#### 市场数据

2024-4-11

股票代码	600674
A 股收盘价(元)	16.88
沪深 300	3504.24
总股本万股	487,461
实际流通 A 股万股	487,461
流通 A 股市值(亿元)	823

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河环保公用】公司深度报告\_川投能源(600674): 雅砻江成长空间广阔,大渡河量价齐升

● **雅砻江水电装机增长空间超过 50%，新能源远期规划 40GW**

参股 48%的雅砻江水电公司拥有全国第三大水电基地雅砻江独家开发权。流域水资源丰沛且稳定，多年来平均利用小时数在 4800 小时左右，远高于全国平均 3600 小时及四川省 4300 小时的水平，且来水量年际变化较小。目前已投产水电 19.2GW，在建 3.72GW 预计十五五投产，远期总规划 30GW，水电增长空间 56%。雅砻江水风光一体化成长空间广阔，流域沿岸风光可开发量超过 40GW，截至 2023 年末已投产超 1.6GW。根据规划，预计 2030 年、2035 年、2050 年投产新能源将分别达到 20GW、30GW、40GW。

● **大渡河装机增量明确，有望迎来量价齐升**

参股 20%的国能大渡河公司已投产水电约 11GW，2025 年前后待投产 3.52GW。大渡河流域历来弃水严重，水能利用率偏低，其中 2020 年弃水电量 107 亿千瓦时，占四川省弃水电量 53%，占全国主要流域弃水电量 35%。随着川渝特高压建成以及具有年调节能力的双江口水电站建成，弃水将得到缓解。四川省经济发展迅速带动旺盛用电需求。十三五以来，2016-2023 年四川省 GDP 复合增速 6.5%，高于同期全国 GDP 复合增速 5.7%；2016-2023 年四川用电量复合增速 9.3%，高于同期四川省发电量复合增速 6.8%。由于四川省电源结构以水电为主，装机增量有限，且易受到来水波动影响，预计整体供需将逐年偏紧。在此背景下，四川市场化水电电价上涨明显，其中十四五以来年均上涨 0.012 元/千瓦时，电价复合增速 5.5%。

● **估值分析与评级说明：**

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 49.42 亿元、55.20 亿元、59.49 亿元，对应 PE 分别为 15.6 倍、14.0 倍、13.0 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

来水量低于预期的风险；上网电价下调的风险；新能源项目建设不及预期的风险。

表1：主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1482.36	1580.97	1630.97	1680.97
收入增长率%	4.36	6.65	3.16	3.07
归母净利润(百万元)	4400.14	4942.39	5519.82	5948.74
利润增速%	25.17	12.32	11.68	7.77
毛利率%	46.37	46.20	49.02	48.75
摊薄 EPS(元)	0.99	1.08	1.21	1.30
PE	15.33	15.64	14.01	13.00
PB	1.87	1.92	1.76	1.62

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3391.91	3964.77	3719.27	4378.47	营业收入	1482.36	1580.97	1630.97	1680.97
现金	514.72	748.45	604.40	1152.76	营业成本	794.92	850.49	831.44	861.44
应收账款	740.30	759.15	798.84	815.25	营业税金及附加	45.36	47.43	48.93	50.43
其它应收款	146.83	428.81	301.96	383.58	营业费用	10.04	12.65	13.05	13.45
预付账款	2.13	3.38	2.77	3.15	管理费用	215.56	221.34	228.34	235.34
存货	69.40	86.36	78.51	84.41	财务费用	614.74	408.01	406.60	375.19
其他	1918.53	1938.61	1932.78	1939.33	资产减值损失	-52.24	-20.34	-20.17	-20.20
<b>非流动资产</b>	56961.44	60155.99	63283.34	66392.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	43252.22	46252.22	49252.22	52252.22	投资净收益	4812.61	5081.54	5615.33	6015.29
固定资产	6283.59	6548.27	6791.95	7014.63	营业利润	4543.34	5091.20	5686.36	6128.46
无形资产	485.52	594.83	677.88	753.28	营业外收入	21.86	5.00	5.00	5.00
其他	6940.10	6760.66	6561.28	6371.87	营业外支出	0.29	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	60353.35	64120.76	67002.61	70770.48	利润总额	4564.91	5094.20	5689.36	6131.46
<b>流动负债</b>	9018.89	8543.05	6892.43	5990.16	所得税	57.50	50.94	56.89	61.31
短期借款	3292.09	2537.73	1006.47	0.00	净利润	4507.41	5043.26	5632.47	6070.14
应付账款	267.39	259.86	266.85	269.84	少数股东损益	107.27	100.87	112.65	121.40
其他	5459.42	5745.47	5619.11	5720.31	归属母公司净利润	4400.14	4942.39	5519.82	5948.74
<b>非流动负债</b>	12741.51	13741.51	14541.51	15141.51	EBITDA	715.06	886.53	959.26	991.69
长期借款	6026.10	7026.10	7826.10	8426.10	EPS (元)	0.99	1.08	1.21	1.30
其他	6715.41	6715.41	6715.41	6715.41					
<b>负债合计</b>	21760.40	22284.56	21433.94	21131.67	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1500.82	1601.68	1714.33	1835.74	营业收入	4.36%	6.65%	3.16%	3.07%
归属母公司股东权益	37092.13	40234.52	43854.34	47803.08	营业利润	26.31%	12.06%	11.69%	7.77%
<b>负债和股东权益</b>	60353.35	64120.76	67002.61	70770.48	归属母公司净利润	25.17%	12.32%	11.68%	7.77%
					毛利率	46.37%	46.20%	49.02%	48.75%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	296.83%	312.62%	338.44%	353.89%
<b>经营活动现金流</b>	595.66	809.09	923.52	987.57	ROE	11.86%	12.28%	12.59%	12.44%
净利润	4507.41	5043.26	5632.47	6070.14	ROIC	0.70%	0.71%	0.77%	0.74%
折旧摊销	330.77	469.07	482.66	504.98	资产负债率	36.06%	34.75%	31.99%	29.86%
财务费用	627.16	423.16	426.09	418.87	净负债比率	40.08%	37.00%	32.68%	28.08%
投资损失	-4812.61	-5081.54	-5615.33	-6015.29	流动比率	0.38	0.46	0.54	0.73
营运资金变动	-97.81	-60.61	-17.91	-6.65	速动比率	0.37	0.45	0.53	0.71
其它	40.74	15.76	15.54	15.52	总资产周转率	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>投资活动现金流</b>	-1631.83	1402.15	1989.79	2386.13	应收帐款周转率	2.00	2.08	2.04	2.06
资本支出	-714.31	-679.39	-625.54	-629.17	应付帐款周转率	5.54	6.08	6.11	6.23
长期投资	-4163.57	-3000.00	-3000.00	-3000.00	每股收益	0.99	1.08	1.21	1.30
其他	3246.05	5081.54	5615.33	6015.29	每股经营现金	0.13	0.18	0.20	0.22
<b>筹资活动现金流</b>	701.04	-1977.51	-3057.35	-2825.33	每股净资产	8.10	8.78	9.57	10.44
短期借款	729.70	-754.36	-1531.26	-1006.47	P/E	15.33	15.64	14.01	13.00
长期借款	1898.38	1000.00	800.00	600.00	P/B	1.87	1.92	1.76	1.62
其他	-1927.03	-2223.16	-2326.09	-2418.87	EV/EBITDA	118.48	104.67	96.12	92.01
<b>现金净增加额</b>	-335.13	233.73	-144.05	548.36	P/S	52.16	48.90	47.40	45.99

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶勋功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士），于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn