

川投能源 (600674)

证券研究报告
2024年04月23日

Q1 雅砻江电价增长对冲电量压力，看好全年水电业绩稳定提升

事件：

公司公布 2023 年年报与 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 14.8 亿元，同比增长 4.36%；实现归母净利润 44 亿元，同比增长 25.17%。2024 年一季度公司实现营业总收入 2.58 亿元，同比增长 2.92%；实现归母净利润 12.7 亿元，同比增长 12.06%。

2023 年主要参股公司贡献投资收益的增长是利润增长的主要驱动因素

川投能源的主要参股公司包括雅砻江水电公司、国能大渡河水电公司以及中核汇能等。2023 年公司实现投资净收益 48.13 亿元，相较于 2022 年同比增长 22.9%，其中持股 48% 的雅砻江公司投资收益同比增加 6.02 亿元，来自大渡河公司的投资收益同比增加 1.50 亿元，来自中核汇能公司的投资收益同比增加 1.22 亿元。

雅砻江水电公司：电量方面，2023 年雅砻江水电公司发电量 842.4 亿千瓦时，同比降低 4.8%；电价方面，得益于锦官电源组送江苏部分电价较同期有所上调，全年平均含税上网电价为 0.31 元/千瓦时，同比提升 11.1%。电价的大幅上涨抵消了电量的小幅下滑，带动雅砻江水电公司全年实现净利润 86.6 亿元，同比增长 17.6%。

大渡河水电公司：2023 年大渡河水电公司实现净利润 19.2 亿元，相较于 2022 年同期提升 14.1%。同时，公司于 2023 年完成对于大渡河 10% 股权的增持，持股比例的提升以及大渡河水电公司净利润的增长带动川投能源投资收益同比增长 1.5 亿元。

2024 年 Q1 雅砻江电价提升熨平来水波动，带动 Q1 利润保持正增长

2024 年一季度，雅砻江流域来水偏枯，雅砻江 24 年 Q1 发电量同比下滑 8.2% 至 196.3 亿千瓦时。在主要参股公司电量下滑的压力下，公司一季度归母净利润同比仍增长 12.1%。我们分析主要原因或包括以下两点：① 由于电量结构的变化，24 年 Q1 雅砻江水电电价同比增长 4.46%；② 川投能源 Q1 财务费用约 1.04 亿元，相较于 2023 年同期降低约 4900 万元。

参股水电公司在建电站储备充足，将在未来贡献利润增量

大渡河水电公司：截至 2023 年末，大渡河流域有包括双江口水电站、金沙水电站、枕头坝二级和沙坪一级水电站在内的约 352 万千瓦水电机组在建；

雅砻江水电公司：雅砻江流域水风光一体化基地已纳入国家“十四五”规划，基地总规模超 1 亿千瓦，本阶段规划装机 7800 万千瓦，计划到 2035 年全面建成。主要参股水电公司新增机组投产之后，将为川投能源持续贡献投资收益增量，带动公司业绩增长。

盈利预测与估值：看好包括雅砻江水电和大渡河水电在内的优质水电的持续成长性，预计公司 2024-2026 年有望实现归母净利润 50.8/53.6/55.6 亿元（24/25 年前值为 49/51.1 亿），对应 PE 分别为 16/15.2/14.7x，维持“买入”评级。

风险提示：国际气价超预期波动、国内顺价政策进度不及预期、下游需求恢复不及预期、光伏胶膜需求不及预期以及销售价格波动等风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,420.41	1,482.36	1,617.38	1,710.11	1,783.05
增长率(%)	12.43	4.36	9.11	5.73	4.27
EBITDA(百万元)	4,558.10	5,587.56	6,106.84	6,770.62	7,042.16
归属母公司净利润(百万元)	3,515.27	4,400.14	5,081.06	5,362.50	5,557.79
增长率(%)	13.86	25.17	15.48	5.54	3.64
EPS(元/股)	0.72	0.90	1.04	1.10	1.14
市盈率(P/E)	23.19	18.52	16.04	15.20	14.66
市净率(P/B)	2.41	2.20	2.02	1.89	1.78
市销率(P/S)	57.38	54.98	50.39	47.66	45.71
EV/EBITDA	13.77	14.40	15.48	14.17	13.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,874.61
流通 A 股股本(百万股)	4,874.61
A 股总市值(百万元)	81,503.43
流通 A 股市值(百万元)	81,503.43
每股净资产(元)	8.37
资产负债率(%)	31.80
一年内最高/最低(元)	17.44/13.85

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyanga@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《川投能源-公司点评:8-9 月来水改善叠加电价提升，投资收益稳健增长》2023-10-11
- 《川投能源-半年报点评:Q2 雅砻江电价亮眼表现对冲来水波动，水风光建设加速》2023-08-19
- 《川投能源-公司点评:雅砻江水电量价齐升势头延续，带动业绩持续高增》2023-05-23

财务预测摘要。

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	841.90	514.72	129.39	136.81	142.64	营业收入	1,420.41	1,482.36	1,617.38	1,710.11	1,783.05
应收票据及应收账款	713.34	770.48	532.41	845.18	591.17	营业成本	873.47	794.92	866.86	916.64	955.52
预付账款	4.61	2.13	11.59	2.92	12.21	营业税金及附加	38.66	45.36	49.49	52.33	54.56
存货	101.13	69.40	151.17	82.07	161.06	销售费用	17.84	20.74	22.63	23.93	24.95
其他	2,797.06	2,024.48	2,493.21	2,077.21	2,527.69	管理费用	196.73	215.56	235.19	248.68	259.28
流动资产合计	4,458.04	3,381.20	3,317.77	3,144.18	3,434.78	研发费用	29.32	32.20	35.13	36.53	38.52
长期股权投资	36,082.62	43,252.22	46,765.76	50,280.29	53,795.82	财务费用	516.43	614.74	442.85	751.24	770.15
固定资产	6,398.16	6,283.59	7,525.46	8,356.83	8,869.92	资产/信用减值损失	(82.74)	(43.76)	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,335.07	3,093.55	2,276.13	1,755.68	1,353.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	502.68	485.52	466.30	447.07	427.85	投资净收益	3,914.58	4,812.61	5,304.00	5,880.32	6,083.53
其他	4,927.95	3,846.55	4,914.73	4,912.66	4,910.59	其他	(7,680.97)	(9,553.35)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	50,246.47	56,961.44	61,948.37	65,752.53	69,357.58	营业利润	3,597.10	4,543.34	5,269.22	5,561.08	5,763.60
资产总计	54,713.82	60,353.35	65,266.14	68,896.71	72,792.36	营业外收入	5.36	21.86	0.00	0.00	0.00
短期借款	2,562.39	3,292.09	6,255.60	8,948.49	12,351.88	营业外支出	(11.85)	0.29	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	242.25	271.48	163.40	296.45	182.90	利润总额	3,614.30	4,564.91	5,269.22	5,561.08	5,763.60
其他	5,120.17	5,450.87	4,990.21	5,296.36	6,108.94	所得税	41.99	57.50	64.28	67.85	70.32
流动负债合计	7,924.81	9,014.44	11,409.20	14,541.30	18,643.72	净利润	3,572.31	4,507.41	5,204.93	5,493.24	5,693.29
长期借款	4,127.72	6,026.10	6,072.93	3,854.56	1,500.00	少数股东损益	57.05	107.27	123.87	130.73	135.49
应付债券	6,710.97	3,400.00	5,040.91	5,050.63	4,497.18	归属于母公司净利润	3,515.27	4,400.14	5,081.06	5,362.50	5,557.79
其他	738.50	3,315.41	738.00	738.00	738.00	每股收益(元)	0.72	0.90	1.04	1.10	1.14
非流动负债合计	11,577.19	12,741.51	11,851.85	9,643.19	6,735.18						
负债合计	19,514.97	21,760.40	23,261.05	24,184.49	25,378.90	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,382.02	1,500.82	1,562.75	1,628.12	1,695.87	成长能力					
股本	4,460.58	4,580.13	4,874.61	4,874.61	4,874.61	营业收入	12.43%	4.36%	9.11%	5.73%	4.27%
资本公积	4,572.44	5,619.81	5,619.81	5,619.81	5,619.81	营业利润	13.04%	26.31%	15.98%	5.54%	3.64%
留存收益	22,810.03	25,830.36	28,370.89	31,052.14	33,831.04	归属于母公司净利润	13.86%	25.17%	15.48%	5.54%	3.64%
其他	1,973.77	1,061.83	1,577.02	1,537.54	1,392.13	获利能力					
股东权益合计	35,198.84	38,592.94	42,005.09	44,712.22	47,413.45	毛利率	38.51%	46.37%	46.40%	46.40%	46.41%
负债和股东权益总计	54,713.82	60,353.35	65,266.14	68,896.71	72,792.36	净利率	247.48%	296.83%	314.15%	313.58%	311.70%
						ROE	10.40%	11.86%	12.56%	12.45%	12.16%
						ROIC	10.86%	12.12%	11.69%	11.66%	11.22%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	35.67%	36.06%	35.64%	35.10%	34.86%
净利润	3,572.31	4,507.41	5,081.06	5,362.50	5,557.79	净负债率	39.44%	39.86%	43.42%	43.73%	42.63%
折旧摊销	322.97	319.17	394.78	458.30	508.41	流动比率	0.56	0.38	0.29	0.22	0.18
财务费用	529.04	627.16	442.85	751.24	770.15	速动比率	0.55	0.37	0.28	0.21	0.18
投资损失	(3,910.39)	(4,812.61)	(5,304.00)	(5,880.32)	(6,083.53)	营运能力					
营运资金变动	633.14	2,496.20	(2,348.52)	(212.45)	245.68	应收账款周转率	2.44	2.00	2.48	2.48	2.48
其它	(533.53)	(2,541.67)	123.87	130.73	135.49	存货周转率	12.78	17.38	14.67	14.66	14.67
经营活动现金流	613.53	595.66	(1,609.96)	610.00	1,134.00	总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
资本支出	5,425.50	5,536.38	6,890.94	4,264.53	4,115.53	每股指标(元)					
长期投资	3,932.41	7,169.61	3,513.53	3,514.53	3,515.53	每股收益	0.72	0.90	1.04	1.10	1.14
其他	(10,554.62)	(14,337.82)	(9,414.01)	(6,163.28)	(5,663.06)	每股经营现金流	0.13	0.12	-0.33	0.13	0.23
投资活动现金流	(1,196.72)	(1,631.83)	990.47	1,615.79	1,968.00	每股净资产	6.94	7.61	8.30	8.84	9.38
债权融资	1,341.15	561.06	2,026.96	567.73	(104.11)	估值比率					
股权融资	(967.21)	254.97	(1,792.79)	(2,786.10)	(2,992.05)	市盈率	23.19	18.52	16.04	15.20	14.66
其他	44.11	(114.99)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.41	2.20	2.02	1.89	1.78
筹资活动现金流	418.05	701.04	234.17	(2,218.37)	(3,096.16)	EV/EBITDA	13.77	14.40	15.48	14.17	13.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.81	15.26	16.55	15.20	14.79
现金净增加额	(165.13)	(335.13)	(385.33)	7.42	5.84						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com