

## 来水改善，优质水电持续贡献业绩

2024 年 08 月 16 日

► **事件：**8 月 15 日，公司发布 2024 年半年度业绩报告，报告期内实现营业收入 6.03 亿元，同比增长 10.24%；归母净利润 23.02 亿元，同比增长 9.74%；扣非归母净利润 22.90 亿元，同比增长 10.27%。公司 2024Q2 实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 16.41%，环比增长 34.05%；归母净利润 10.29 亿元，同比增长 7.01%，环比减少 19.14%；扣非归母净利润 10.22 亿元，同比增加 8.33%，环比减少 19.43%。截至 2024H1，公司装机规模持续扩张，其中参控股总装机容量 3683 万千瓦（不含三峡新能源、中广核风电与中核汇能），权益装机 1637 万千瓦；上半年完成发电量 20.05 亿千瓦时，同比增长 17.87%。

► **水光电量增长对冲电价波动，贡献业绩增量。**受来水改善影响，2024H1 公司实现水电发电 18.91 亿千瓦时，同比增长 18.11%；水电平均上网电价 0.241 元/千瓦时，同比减少 2.03%。受新增控股光伏装机影响，2024H1 公司光伏发电量为 1.14 亿千瓦时，同比增长 14.00%；由于公司新并购控股项目广西融安玉柴新能源有限公司光伏项目无补贴，并表后公司光伏电价下降，光伏平均上网电价为 0.517 元/千瓦时，同比减少 17.81%。发电量增长熨平电价下滑，拉动业绩增长。

► **投资收益增厚利润，雅砻江发挥资源优势。**2024H1 公司投资收益为 24.12 亿元，同比增长 4.88%，多为主要参股公司贡献收益。雅砻江公司投资收益为 21.13 亿元，大渡河公司的投资收益为 1.47 亿元，中核汇能投资收益为 0.99 亿元。**1) 雅砻江投资收益有望继续扩大。**截至 2024H1，雅砻江公司已投产水电装机 1920 万千瓦，同时“一条江”联合优化调度有效提升雅砻江流域水电蓄能和发电量，实现梯级发电效益最大化。2024 年 7 月，公司对雅砻江公司按持股比例增资 12.96 亿元，有利于持续提升其竞争力，有望持续受益核心参股企业雅砻江公司的投资收益增长。**2) 大渡河水量丰沛，增持股比带动公司业绩攀升。**截至 2023 年底，国能大渡河公司年累计发电量达 446.63 亿千瓦时，能源生产保持高位运行。公司持股 20%的国能大渡河公司拥有大渡河干流、支流水电资源，截至 24H1 国能大渡河公司已投产电站装机规模超过 1170 万千瓦。截至 24H1，大渡河蓄水量同比上升 72.4%，超过多年同期水平，来水改善情况下，大渡河有望实现发电量持续提升。

► **投资建议：**公司控股水电来水改善，发电量提升，投资收益对业绩贡献度持续提升。根据上网电量、电价变化对公司盈利预测，我们预计 24/25/26 年归母净利润为 49.20/51.99/54.83 亿元，各年度 EPS 分别为 1.01/1.07/1.12 元。对应 8 月 16 日收盘价 PE 分别为 18/17/16 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**流域来水偏枯；市场交易电价波动；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	1,709	1,869	2,029
增长率 (%)	4.4	15.3	9.3	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,400	4,920	5,199	5,483
增长率 (%)	25.2	11.8	5.7	5.5
每股收益 (元)	0.90	1.01	1.07	1.12
PE	20	18	17	16
PB	2.4	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

18.28 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

## 相关研究

- 川投能源 (600674.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：控股水电业绩改善，参股资产有望多点开花-2024/04/11
- 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

## 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	1,709	1,869	2,029
营业成本	795	915	937	960
营业税金及附加	45	51	56	61
销售费用	21	24	26	28
管理费用	216	239	262	284
研发费用	32	34	37	41
EBIT	397	446	551	656
财务费用	615	443	432	405
资产减值损失	-52	-5	-5	-5
投资收益	4,813	5,071	5,244	5,405
营业利润	4,543	5,092	5,382	5,677
营业外收支	22	15	15	15
利润总额	4,565	5,107	5,397	5,692
所得税	58	66	70	74
净利润	4,507	5,041	5,327	5,618
归属于母公司净利润	4,400	4,920	5,199	5,483
EBITDA	727	840	972	1,103

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	515	6,023	7,228	8,419
应收账款及票据	770	885	968	1,050
预付款项	2	3	3	3
存货	69	70	72	74
其他流动资产	2,035	2,092	2,113	2,133
流动资产合计	3,392	9,073	10,383	11,679
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	57,914	59,042	60,232
资产合计	60,353	66,987	69,426	71,912
短期借款	3,292	3,292	3,292	3,292
应付账款及票据	271	306	313	321
其他流动负债	5,455	5,666	5,708	5,750
流动负债合计	9,019	9,264	9,313	9,363
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	24,843	24,392	23,942
股本	4,580	4,875	4,875	4,875
少数股东权益	1,501	1,622	1,750	1,884
股东权益合计	38,593	42,144	45,033	47,970
负债和股东权益合计	60,353	66,987	69,426	71,912

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	4.36	15.31	9.34	8.57
EBIT 增长率	74.86	12.47	23.49	19.05
净利润增长率	25.17	11.81	5.67	5.46
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	46.37	46.49	49.87	52.71
净利润率	304.07	294.90	285.00	276.84
总资产收益率 ROA	7.29	7.34	7.49	7.62
净资产收益率 ROE	11.86	12.14	12.01	11.90
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.38	0.98	1.11	1.25
速动比率	0.37	0.97	1.11	1.24
现金比率	0.06	0.65	0.78	0.90
资产负债率 (%)	36.06	37.09	35.13	33.29
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.90	1.01	1.07	1.12
每股净资产	7.61	8.31	8.88	9.45
每股经营现金流	0.12	0.18	0.19	0.22
每股股利	0.40	0.41	0.42	0.43
<b>估值分析</b>				
PE	20	18	17	16
PB	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	143.79	121.25	103.04	89.32
股息收益率 (%)	2.19	2.24	2.30	2.35

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,507	5,041	5,327	5,618
折旧和摊销	331	394	422	447
营运资金变动	-98	84	-56	-55
经营活动现金流	596	895	941	1,081
资本开支	-714	-716	-817	-818
投资	-4,164	-622	-712	-798
投资活动现金流	-1,632	3,728	3,710	3,783
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	5,508	1,206	1,191

## 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