

2024年08月20日

买入（维持）

## 证券分析师

查浩  
S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com邹佩轩  
S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com邓思平  
S1350524070003  
dengsiping@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 相关研究

## 川投能源 (600674.SH)

——雅砻江来水改善 财务费用大幅下降

## 投资要点：

- 事件：公司发布2024年中报，上半年实现归母净利润23.02亿元，同比+9.74%，符合预期。
- 雅砻江水电二季度来水大幅改善，电价有所下滑。根据国投电力公告，受益于来水改善，雅砻江水电2024年上半年发电量同比增长9.38%，其中二季度同比增长37.24%。但是受电力供需紧张缓解影响，雅砻江2024年上半年平均上网电价为0.319元/千瓦时，同比下降1.85%，其中二季度平均上网电价为0.309元/千瓦时，同比下降9.65%，削弱了部分业绩弹性。但是需要指出的是，2023年同期由于来水严重偏枯，雅砻江水电电价大幅上涨，产生了一定基数影响。即便今年上网电价下滑，雅砻江水电平均电价仍高于2022年同期（2022年上半年为0.296元/千瓦时，二季度为0.293元/千瓦时）。综合影响下，公司2024年上半年实现投资收益24.12亿元，同比增加1.12亿元。
- 四川电力供需格局持续偏紧，基数影响下的电价下滑难改长期趋势。近年来西南地区电力供需持续趋紧，本质上是资源禀赋限制。西南地区电源结构高度依赖水电，“十三五”前期电力过剩主要系瀑布沟、锦官电源组等一系列世界级水电集中投产，叠加2015年推动电力市场化改革，电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入，但是随着2020-2022年最后一轮水电投产高峰结束，未来新增水电规模极为有限，供需趋紧带动电价回升，趋势难以逆转。
- 财务费用快速下降，2024年上半年同比减少约1亿元。受益于公司持续还债，有息负债总额下降，公司2024年上半年财务费用2.16亿元，较2023年同期的3.14亿元减少约1亿元，创公司近年来财务费用最大降幅，成为公司归母净利润的另一个增长点。
- 供需格局利好带来股价催化剂，但是我们分析当前驱动水电公司股价上涨的更底层因素来自分母端，市场对水电资产的绝对低协方差属性重新定价。水电的核心预期差是商业模式的抗风险能力，即与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产理应享有更高的估值，当前背景下有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。
- 盈利预测与评级：结合雅砻江电价趋势及来水判断，我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别51.11、53.90、56.15亿元，当前股价对应PE分别为18、17、16倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，维持“买入”评级。
- 风险提示：来水波动，电价不及预期。

## 股价数据：2024年8月16日

收盘价(元)	18.28
年内最高/最低(元)	20.23/13.57
总市值(亿元)	891
基础数据：2024年6月30日	
总股本(亿股)	48.75
总资产(亿元)	636.08
净资产(亿元)	414.17
每股净资产(元)	8.17
市净率PB	2.29

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1420	1482	1482	1482	1482
同比增长率(%)	12.4%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润(百万元人民币)	3515	4400	5111	5390	5615
同比增长率(%)	13.9%	25.2%	16.1%	5.5%	4.2%
每股收益(元人民币/股)	0.77	0.96	1.05	1.11	1.15
毛利率(%)	38.5%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%
ROE(%)	10.4%	11.9%	12.9%	12.7%	12.4%
市盈率			18	17	16

**表 1：公司利润表预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1263.33	1420.41	1482.36	1482	1482	1482
营业收入	1263	1420	1482	1482	1482	1482
营业总成本	1434	1672	1724	1595	1593	1593
营业成本	734	873	795	795	795	795
税金及附加	39	39	45	45	44	44
销售费用	22	18	21	21	21	21
管理费用	208	197	216	216	222	222
研发费用	27	29	32	32	35	45
财务费用	404	516	615	486	476	466
其中：利息费用	410	528	627	500	490	480
减：利息收入	11	13	14	14	14	14
加：其他收益	11	16	15	15	15	15
投资净收益	3335	3915	4813	5358	5644	5868
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	3240	3786	4655	5208	5524	5768
资产减值损失	-5	-29	-52	0	0	0
信用减值损失	12	-54	8	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	0	0	0
营业利润	3182	3597	4543	5260	5547	5772
加：营业外收入	2	5	22	0	0	0
减：营业外支出	4	-12	0	0	0	0
利润总额	3180	3614	4565	5260	5547	5772
减：所得税	44	42	58	42	42	42
净利润	3136	3572	4507	5218	5505	5730
持续经营净利润	3136	3573	4508	5218	5505	5730
终止经营净利润	0	0	0			
减：少数股东损益	49	57	107	107	115	115
归属于母公司所有者的净利润	3087	3515	4400	5111	5390	5615

资料来源：Wind，华源证券

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数