

川投能源 (600674)

证券研究报告
2024年08月25日

水电贡献主要利润增量，看好全年业绩稳定性

事件

公司公布2024年半年报。2024年上半年公司实现营业收入6.03亿元，同比增长10.2%；实现归母净利润23.02亿元，同比增长9.7%。

来水好于去年同期，控股参股齐发力

控股方面：

2024年上半年，公司控股水电企业所在流域来水好于上年同期，累计完成发电量18.91亿千瓦时，同比上年增长18.11%。在建水电方面，银江水电站1#、2#机组进入安装阶段。公司持续扩大新能源的规模效益，上半年通过公开摘牌的方式实现了广西玉田农光广西融安玉柴新能源有限公司51%股权的收购，控股光伏发电企业累计完成发电量1.14亿千瓦时，同比上年增长14%。另外，受可转债转股及利率下行影响，公司财务费用同比压降31.4%。

参股方面：

①雅砻江水电：2024年H1，雅砻江水电发电量381.6亿千瓦时，同比增长9.4%；其中Q2发电量185.3亿千瓦时，同比增长37.2%。2024年H1平均上网电价0.32元/千瓦时，同比下降1.9%；其中Q2平均上网电价为0.309元/千瓦时，同比下降9.7%。发电量的提升对冲了部分电价的结构性下滑（6月雅砻江来水大幅好转使得发电量大增，但此部分电量享受汛期电价，相对较低），上半年雅砻江水电实现营业收入113.7亿元，同比增长3.2%；其中Q2实现营收52.8亿元，同比增长6.5%。利润方面，雅砻江水电上半年实现净利润44亿元，同比增长2.5%；其中Q2净利润约18.32亿元，同比略微下滑0.1%。

②大渡河水电：2024年H1国能大渡河发电量196.8亿千瓦时，同比增长35.3%；其中Q2发电量133.8亿千瓦时，同比增速超过70%。发电量的快速增长带动利润的提升。2024年H1大渡河实现归母净利润8.4亿元，同比增长65.8%。对川投能源的投资收益同比提升约0.67亿元。

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、金川水电站、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：预计公司2024-2026年有望实现归母净利润50.8/53.6/55.6亿元，对应PE分别为17.2/16.3/15.7x，维持“买入”评级。

风险提示：来水超预期波动、电价下行、宏观经济表现不及预期、用电量需求不及预期等

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)	24.86	19.86	17.20	16.30	15.73
市净率(P/B)	2.58	2.36	2.16	2.03	1.91
市销率(P/S)	61.53	58.96	54.04	51.11	49.02
EV/EBITDA	13.77	14.40	16.45	15.04	14.56

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	17.93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)	87,401.70
流通A股市值(百万元)	87,401.70
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	34.89
一年内最高/最低(元)	20.23/13.85

作者

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

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070005
zhaoyanga@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《川投能源-年报点评报告: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》2024-04-23
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	841.90	514.72	129.39	136.81	142.64
应收票据及应收账款	713.34	770.48	532.41	845.18	591.17
预付账款	4.61	2.13	11.59	2.92	12.21
存货	101.13	69.40	151.17	82.07	161.06
其他	2,797.06	2,024.48	2,493.21	2,077.21	2,527.69
流动资产合计	4,458.04	3,381.20	3,317.77	3,144.18	3,434.78
长期股权投资	36,082.62	43,252.22	46,765.76	50,280.29	53,795.82
固定资产	6,398.16	6,283.59	7,525.46	8,356.83	8,869.92
在建工程	2,335.07	3,093.55	2,276.13	1,755.68	1,353.41
无形资产	502.68	485.52	466.30	447.07	427.85
其他	4,927.95	3,846.55	4,914.73	4,912.66	4,910.59
非流动资产合计	50,246.47	56,961.44	61,948.37	65,752.53	69,357.58
资产总计	54,713.82	60,353.35	65,266.14	68,896.71	72,792.36
短期借款	2,562.39	3,292.09	6,255.60	8,948.49	12,351.88
应付票据及应付账款	242.25	271.48	163.40	296.45	182.90
其他	5,120.17	5,450.87	4,990.21	5,296.36	6,108.94
流动负债合计	7,924.81	9,014.44	11,409.20	14,541.30	18,643.72
长期借款	4,127.72	6,026.10	6,072.93	3,854.56	1,500.00
应付债券	6,710.97	3,400.00	5,040.91	5,050.63	4,497.18
其他	738.50	3,315.41	738.00	738.00	738.00
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
少数股东权益	1,382.02	1,500.82	1,562.75	1,628.12	1,695.87
股本	4,460.58	4,580.13	4,874.61	4,874.61	4,874.61
资本公积	4,572.44	5,619.81	5,619.81	5,619.81	5,619.81
留存收益	22,810.03	25,830.36	28,370.89	31,052.14	33,831.04
其他	1,973.77	1,061.83	1,577.02	1,537.54	1,392.13
股东权益合计	35,198.84	38,592.94	42,005.09	44,712.22	47,413.45
负债和股东权益总计	54,713.82	60,353.35	65,266.14	68,896.71	72,792.36

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,572.31	4,507.41	5,081.06	5,362.50	5,557.79
折旧摊销	322.97	319.17	394.78	458.30	508.41
财务费用	529.04	627.16	442.85	751.24	770.15
投资损失	(3,910.39)	(4,812.61)	(5,304.00)	(5,880.32)	(6,083.53)
营运资金变动	633.14	2,496.20	(2,348.52)	(212.45)	245.68
其它	(533.53)	(2,541.67)	123.87	130.73	135.49
经营活动现金流	613.53	595.66	(1,609.96)	610.00	1,134.00
资本支出	5,425.50	5,536.38	6,890.94	4,264.53	4,115.53
长期投资	3,932.41	7,169.61	3,513.53	3,514.53	3,515.53
其他	(10,554.62)	(14,337.82)	(9,414.01)	(6,163.28)	(5,663.06)
投资活动现金流	(1,196.72)	(1,631.83)	990.47	1,615.79	1,968.00
债权融资	1,341.15	561.06	2,026.96	567.73	(104.11)
股权融资	(967.21)	(1,694.87)	(1,792.79)	(2,786.10)	(2,992.05)
其他	44.11	1,834.85	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	418.05	701.04	234.17	(2,218.37)	(3,096.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(165.13)	(335.13)	(385.33)	7.42	5.84

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,420.41	1,482.36	1,617.38	1,710.11	1,783.05
营业成本	873.47	794.92	866.86	916.64	955.52
营业税金及附加	38.66	45.36	49.49	52.33	54.56
销售费用	17.84	20.74	22.63	23.93	24.95
管理费用	196.73	215.56	235.19	248.68	259.28
研发费用	29.32	32.20	35.13	36.53	38.52
财务费用	516.43	614.74	442.85	751.24	770.15
资产/信用减值损失	(82.74)	(43.76)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,914.58	4,812.61	5,304.00	5,880.32	6,083.53
其他	(7,680.97)	(9,553.35)	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,597.10	4,543.34	5,269.22	5,561.08	5,763.60
营业外收入	5.36	21.86	0.00	0.00	0.00
营业外支出	(11.85)	0.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,614.30	4,564.91	5,269.22	5,561.08	5,763.60
所得税	41.99	57.50	64.28	67.85	70.32
净利润	3,572.31	4,507.41	5,204.93	5,493.24	5,693.29
少数股东损益	57.05	107.27	123.87	130.73	135.49
归属于母公司净利润	3,515.27	4,400.14	5,081.06	5,362.50	5,557.79
每股收益(元)	0.72	0.90	1.04	1.10	1.14

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	12.43%	4.36%	9.11%	5.73%	4.27%
营业利润	13.04%	26.31%	15.98%	5.54%	3.64%
归属于母公司净利润	13.86%	25.17%	15.48%	5.54%	3.64%
获利能力					
毛利率	38.51%	46.37%	46.40%	46.40%	46.41%
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					
资产负债率	35.67%	36.06%	35.64%	35.10%	34.86%
净负债率	39.44%	39.86%	43.42%	43.73%	42.63%
流动比率	0.56	0.38	0.29	0.22	0.18
速动比率	0.55	0.37	0.28	0.21	0.18
营运能力					
应收账款周转率	2.44	2.00	2.48	2.48	2.48
存货周转率	12.78	17.38	14.67	14.66	14.67
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
每股指标(元)					
每股收益	0.72	0.90	1.04	1.10	1.14
每股经营现金流	0.13	0.12	-0.33	0.13	0.23
每股净资产	6.94	7.61	8.30	8.84	9.38
估值比率					
市盈率	24.86	19.86	17.20	16.30	15.73
市净率	2.58	2.36	2.16	2.03	1.91
EV/EBITDA	13.77	14.40	16.45	15.04	14.56
EV/EBIT	14.81	15.26	17.58	16.13	15.70

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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com