

24Q4 雅砻江收益下滑，中长期价值有望释放

2025 年 04 月 12 日

► **事件:** 4 月 12 日, 公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入为 16.09 亿元, 同比+8.54%; 归母净利润 45.08 亿元, 同比+2.45%。单 24Q4 来看, 营业总收入 5.22 亿元, 同比+13.09%, 环比+8.15%; 归母净利润 8580.04 万元, 同比-84.64%, 环比-95.95%。2025Q1 公司实现营业收入 3.64 亿元, 同比+41.17%; 归母净利润 14.79 亿元, 同比+16.16%。

► **24Q4 业绩大幅下滑, 主要受雅砻江及中核汇能投资收益减少影响。** 2024 年雅砻江水电实现净利润 82.67 亿元, 同比-4.52%, 经粗略测算 2024Q4 雅砻江水电实现净利润约 3.83 亿元, 同比下降约 75%。2024 年公司参股投资收益合计 45.04 亿元, 同比-3.2%, 其中雅砻江 39.66 亿元, 同比-4.5%, 大渡河 3.86 亿元, 同比+26.4%, 中核汇能 1.13 亿元, 同比-34.0%, 亭子口水电 0.3 亿元, 同比+52.5%, 乐飞光电 0.11 亿元, 同比+137.7%, 川投售电亏损 0.02 亿元, 益攀新能源获得收益 35.2 万元。2024 年下半年公司获取投资收益整体下滑 10.7%, 其中雅砻江投资收益下滑 11.5%, 中核汇能投资收益下滑 81.8%。

► **25Q1 利润总额同比+18.18%, 水电量价齐升驱动业绩增长。** 25Q1 营业收入同比+41.17%, 利润总额同比+18.18%, 主要是控股子公司利润同比增加 0.86 亿元以及参股公司投资收益同比增加。控股企业经营数据来看, 25Q1 受益控股攀水电公司银江电站 1#机和 2#机投产, 水电上网电量同比+20.57%; 由于电价签约方式差异带来 1 季度 (枯水期) 水电售价暂时性增长, 水电平均上网电价同比+23.32%。同时, 广西地区辐照量好于同期, 光伏上网电量同比+74.19%, 但受光伏平价项目并网影响, 上网电价同比-22.11%。

► **展望今年, 银江水电站持续贡献公司控股收入, 大渡河及雅砻江水电受益川渝特高压投产后发力在即, 有望增厚投资收益。** 1) 银江水电站: 1#机跟 2#机贡献 25 年收入增量, 剩余机组计划 25 年底全部投产, 有望贡献 26 年增量; 2) 大渡河及雅砻江水电: 大渡河流域 25 年计划投产 136.50 万千瓦, 26 年计划投产 215.50 万千瓦; 去年雅砻江流域两河口首次满蓄水, 25Q1 发电量稳定增长, 川渝特高压投产后将大幅提升雅砻江水电和大渡河水电外送电量提升外省消纳占比, 并减少弃水问题, 有望带来量价齐升。3) 财务费用显著下降改善盈利: 2024 年财务费用同比减少 1.59 亿元, 主要原因是可转债转股和提前赎回以及各公司降低资金成本, 2025 年低利率背景下公司费用端有望进一步下降。

► **投资建议:** 2024Q4 业绩有所波动, 往后看公司控股电站投产发电贡献收入, 叠加雅砻江与大渡河稳定贡献投资收益, 我们对公司盈利预测, 预计 25/26/27 年归母净利润为 51.73/54.67/59.64 亿元, 各年度 EPS 分别为 1.06/1.12/1.22 元。对应 4 月 11 日收盘价 PE 分别为 16/15/14 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,609	1,813	1,971	2,184
增长率 (%)	8.5	12.7	8.7	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,508	5,173	5,467	5,964
增长率 (%)	2.4	14.8	5.7	9.1
每股收益 (元)	0.92	1.06	1.12	1.22
PE	18	16	15	14
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 04 月 11 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

16.83 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书: S0100525030004

邮箱: lijing@mszq.com

相关研究

1. 川投能源 (600674.SH) 2024 年三季报点评: 水电量价齐升, 投资收益增厚利润-2024/10/15
2. 川投能源 (600674.SH) 2024 年半年报点评: 来水改善, 优质水电持续贡献业绩-2024/08/16
3. 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
4. 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
5. 川投能源 (600674.SH) 2023 年三季报点评: 控、参水电显著反弹-2023/10/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,609	1,813	1,971	2,184
营业成本	786	896	917	923
营业税金及附加	46	54	59	66
销售费用	19	25	28	31
管理费用	202	236	256	284
研发费用	35	36	39	44
EBIT	514	566	672	838
财务费用	456	546	535	504
资产减值损失	-1	-5	-5	-5
投资收益	4,643	5,316	5,503	5,819
营业利润	4,701	5,355	5,661	6,176
营业外收支	1	15	15	15
利润总额	4,702	5,370	5,676	6,191
所得税	72	70	74	80
净利润	4,630	5,300	5,602	6,111
归属于母公司净利润	4,508	5,173	5,467	5,964
EBITDA	855	1,088	1,221	1,412

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	874	6,375	7,981	9,732
应收账款及票据	816	939	1,020	1,130
预付款项	8	3	3	3
存货	79	69	70	71
其他流动资产	1,861	1,966	1,986	2,014
流动资产合计	3,637	9,350	11,061	12,949
长期股权投资	46,468	47,078	47,790	48,589
固定资产	10,229	10,467	10,779	11,064
无形资产	495	510	525	540
非流动资产合计	61,412	62,238	63,238	64,301
资产合计	65,049	71,588	74,299	77,251
短期借款	2,922	2,922	2,922	2,922
应付账款及票据	431	299	306	308
其他流动负债	2,277	2,465	2,504	2,524
流动负债合计	5,629	5,686	5,732	5,755
长期借款	7,420	9,258	9,258	9,258
其他长期负债	8,113	9,113	8,613	8,113
非流动负债合计	15,533	18,371	17,871	17,371
负债合计	21,163	24,057	23,603	23,125
股本	4,875	5,169	5,169	5,169
少数股东权益	1,748	1,876	2,010	2,157
股东权益合计	43,886	47,531	50,696	54,125
负债和股东权益合计	65,049	71,588	74,299	77,251

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.54	12.69	8.71	10.82
EBIT 增长率	29.68	10.06	18.77	24.65
净利润增长率	2.45	14.76	5.69	9.08
盈利能力 (%)				
毛利率	51.18	50.61	53.50	57.76
净利润率	287.77	292.31	284.20	279.74
总资产收益率 ROA	6.93	7.23	7.36	7.72
净资产收益率 ROE	10.70	11.33	11.23	11.48
偿债能力				
流动比率	0.65	1.64	1.93	2.25
速动比率	0.63	1.63	1.91	2.23
现金比率	0.16	1.12	1.39	1.69
资产负债率 (%)	32.53	33.60	31.77	29.94
经营效率				
应收账款周转天数	181.94	180.00	180.00	180.00
存货周转天数	36.79	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.02	0.03	0.03	0.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.06	1.12	1.22
每股净资产	8.64	9.37	9.99	10.66
每股经营现金流	0.18	0.19	0.24	0.27
每股股利	0.40	0.41	0.42	0.43
估值分析				
PE	18	16	15	14
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	114.57	87.61	76.31	64.38
股息收益率 (%)	2.38	2.44	2.50	2.55

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,630	5,300	5,602	6,111
折旧和摊销	341	522	549	574
营运资金变动	78	-156	-57	-116
经营活动现金流	879	904	1,189	1,333
资本开支	-920	-716	-817	-818
投资	-1,714	-610	-712	-798
投资活动现金流	691	3,985	3,969	4,198
股权募资	71	294	0	0
债务募资	1,379	2,838	-500	-500
筹资活动现金流	-1,209	613	-3,551	-3,780
现金净流量	362	5,501	1,607	1,751

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048