

川投能源（600674.SH）

Q4 雅砻江拖累投资收益，Q1 业绩表现亮眼

核心观点：

- **自有业务盈利增长，Q1 雅砻江利润稳增。**公司发布年报一季报，2024 年公司实现归母净利润 45.08 亿元（同比+2.4%），2025Q1 归母净利润 14.79 亿元（同比+16.2%），2024 年公司自有电力业务量价齐升、财务费用下降，带动利润增长，但投资收益同比下降 3.5%，雅砻江量增价降收入同比增长 5.1%符合预期，但净利润同比下降 4.5%，主要系 24Q3 存在一次性成本计提，而 24Q4 雅砻江净利润同比下降 77.2%，预计同样存在一次性成本或税费计提。2025 年一季度雅砻江蓄能释放电量提升，公司投资收益同比增长 11.1%带动业绩增长。
- **蓄能释放电量提升，雅砻江调节能力充分发挥。**2024 年雅砻江完成发电量 929.43 亿千瓦时（同比+10.3%），2024 年 10 月两河口自投产以来首次蓄满，雅砻江调节能力得以充分发挥。根据我们测算，雅砻江 2025 年初蓄能同比偏高 59 亿度，一季度释放蓄能带动雅砻江发电量同比提升 13.2%，3 月底蓄能同比偏高 29 亿度，为二季度发电打下基础。2024 年雅砻江平均电价同比下降 2.9%至 0.301 元/千瓦时，主要系 2023 年电价基数较高，2025 年江苏电价下降也将影响公司电价。
- **雅砻江盈利稳健，大渡河成长性出色。**雅砻江调节能力强、电量电价稳定，2024 年盈利下滑仅为一次性影响，目前雅砻江中游水电陆续进入建设、水风光也将成为雅砻江主要业绩增长点。大渡河多个在建水电站即将投产，2025 年计划投产 1.365GW，2026 年计划投产 2.155GW，合计装机 3.52GW。公司自建银江水电站在 2025 年已有两台机组投产，同时公司拟建屏山抽水蓄能和湖北远安抽水蓄能。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 53.2/57.8/61.7 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 15.4/14.2/13.3 倍。雅砻江业绩稳健，大渡河进入投产高峰。参考同业估值，给予公司 2025 年 20 倍 PE 估值，对应 21.83 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动；上网电价调整风险；投资收益波动等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1482	1609	1877	2104	2135
增长率（%）	4.4%	8.5%	16.7%	12.1%	1.5%
EBITDA（百万元）	727	855	6568	7098	7520
归母净利润（百万元）	4400	4508	5320	5776	6166
增长率（%）	25.2%	2.4%	18.0%	8.6%	6.8%
EPS（元/股）	0.99	0.93	1.09	1.18	1.26
市盈率（P/E）	15.33	18.56	15.42	14.20	13.30
ROE（%）	11.9%	10.7%	11.7%	11.8%	11.7%
EV/EBITDA	116.49	116.97	15.03	13.96	13.17

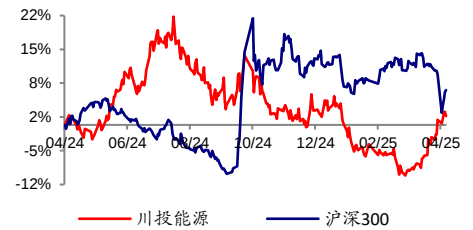
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	16.83 元
合理价值	21.83 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-13

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师：

郝兆升



SAC 执证号：S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意，姜涛、郝兆升并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

川投能源（600674.SH）：来水改善业绩稳健，高水位保障枯期电量	2024-10-15
川投能源（600674.SH）：雅砻江业绩符合预期，电量结构变化电价下滑	2024-08-18
川投能源（600674.SH）：业绩增长稳健，蓄能高位电量提升可期	2024-04-15

目录索引

一、蓄能释放电量提升，25Q1 业绩同比+16.2%.....	4
二、来水好转电量提升，电价增长较平稳.....	8
三、大渡河将进入投产高峰，雅砻江推进水风光蓄建设.....	9
四、投资收益稳定增长，维持“买入”评级.....	11
五、风险提示.....	11

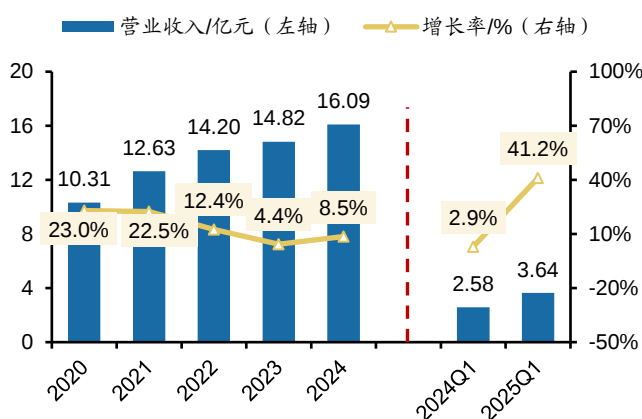
图表索引

图 1: 2024 年公司营业收入同比+8.5%.....	4
图 2: 2024 年公司归母净利润同比+2.4%.....	4
图 3: 2025Q1 公司营业收入同比+41.2%	4
图 4: 2025Q1 年公司归母净利润同比+16.2%	4
图 5: 2024 年公司投资收益同比-3.5%	5
图 6: 2024 年雅砻江水电贡献投资收益占比 85.4%.....	5
图 7: 2024 年雅砻江水电营业收入同比+5.1%.....	5
图 8: 2024 年雅砻江水电净利润为 82.7 亿元	5
图 9: 2024 年公司长期股权投资达 464.7 亿元	6
图 10: 2024 年公司总负债达 211.6 亿元	6
图 11: 2024 年公司资产负债率降低至 32.5%.....	6
图 12: 2024 年公司财务费用同比-25.8%	6
图 13: 2024 年公司经营现金流净额同比+47.6%.....	7
图 14: 2024 年投资现金流净额 6.9 亿元	7
图 15: 2024 年公司分红率 43.3%.....	7
图 16: 2024 年公司股息率 2.3%.....	7
图 17: 截至 2024 年公司控股装机容量 1.51GW	8
图 18: 截至 2024 年公司权益装机容量 17.15GW	8
图 19: 2024 年公司发电量同比+11.3%	8
图 20: 2025Q1 公司上网电价同比+20.0%	8
图 21: 2024 年雅砻江水电发电量同比+10.3%	9
图 22: 雅砻江水电单季度发电量	9
图 23: 2024 年雅砻江水电平均上网电价同比降低 2.9%	9
表 1: 国能大渡河在建/拟建梯级电站合计 6.49GW.....	10
表 2: 雅砻江流域水电四阶段开发战略进行到第三阶段	10
表 3: 雅砻江水电在建装机 3.72GW 预计 2030 年前后投产	10
表 4: 雅砻江水电规划 2030 年前完成新能源/抽水蓄能装机 20/5GW.....	11
表 5: 川投能源同业对比（收盘价日期：2025/4/11）	11

一、蓄能释放电量提升，25Q1 业绩同比+16.2%

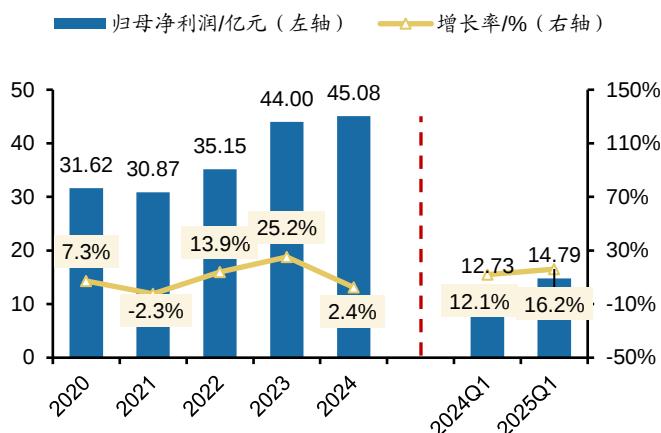
一季度蓄能释放电量提升兑现，25Q1归母净利润同比增长16.2%。公司发布2024年年报和2025年一季报，2024年实现营收16.09亿元（同比+8.5%），归母净利润45.08亿元（同比+2.4%），业绩小幅增长主要系投资收益增长不及预期，雅砻江收入稳定增长，但利润有所下滑，预计存在一次性成本费用或税费影响。2025Q1公司实现营业收入3.64亿元（同比+41.2%），归母净利润14.79亿元（同比+16.2%），一方面公司水电主业因来水好转电量提升，同时由于可转债转股及利率下行，公司财务费用下降，自有业务利润提升，另一方面雅砻江蓄能释放电量提升，带动投资收益增长。

图 1：2024年公司营业收入同比+8.5%



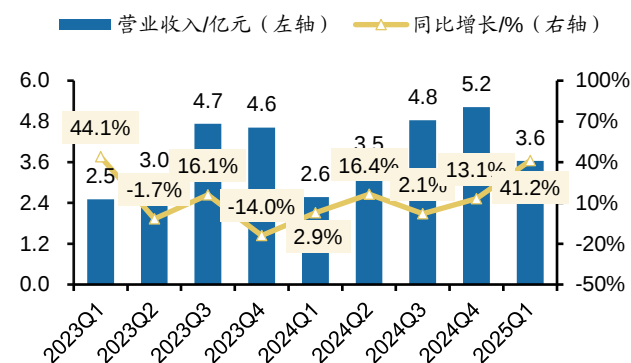
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2024年公司归母净利润同比+2.4%



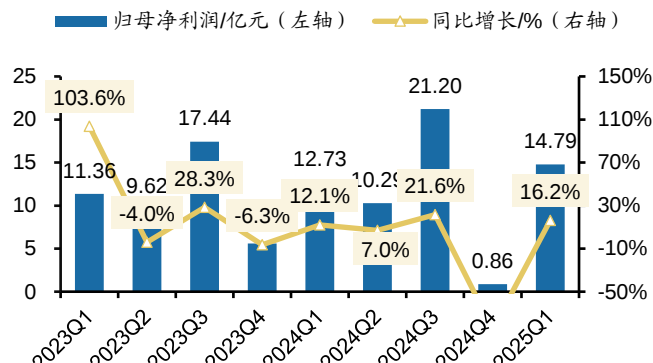
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2025Q1公司营业收入同比+41.2%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

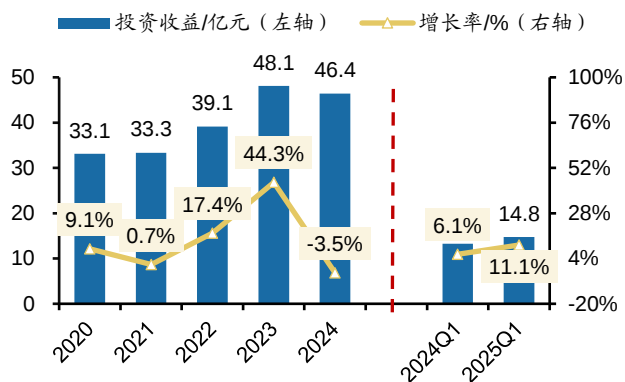
图 4：2025Q1年公司归母净利润同比+16.2%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

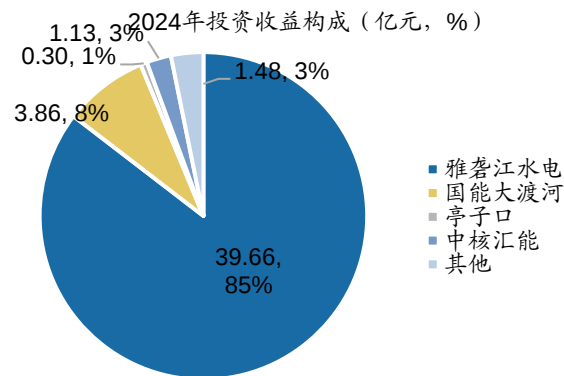
2024年公司实现投资收益46.43亿元，其中雅砻江水电贡献投资收益39.66亿元。公司利润主要来自参股公司所贡献投资收益，其中以持股48%的雅砻江水电为核心。2024年公司实现投资收益46.43亿元（同比-3.5%），其中雅砻江水电贡献39.66亿元（同比-4.5%），占比85.4%；国能大渡河贡献3.86亿元、中核汇能贡献1.13亿元、亭子口公司贡献0.30亿元。2025Q1投资收益14.76亿元，同比增长1.48亿元（同比+17.9%）。

图 5：2024年公司投资收益同比-3.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

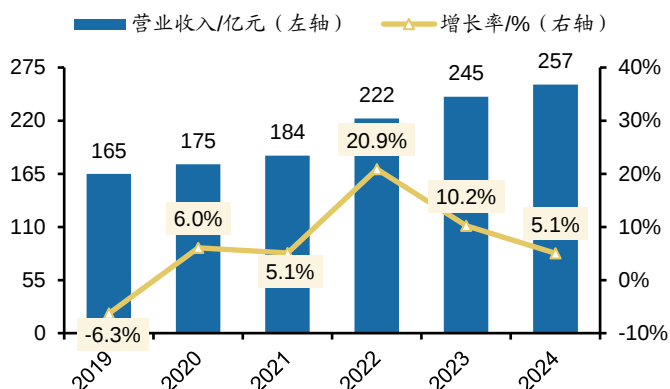
图 6：2024年雅砻江水电贡献投资收益占比85.4%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

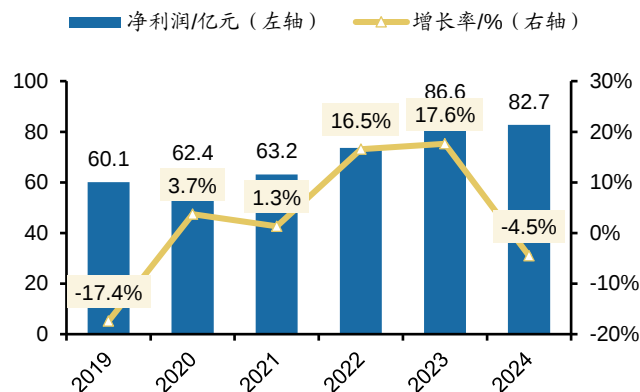
2024年雅砻江水电一次性成本压低利润，净利润同比下降4.5%。2024年雅砻江水电实现营业收入257.25亿元（同比+5.1%），净利润82.67亿元（同比-4.5%）。2024年雅砻江水电发电量同比增长10.33%，电价同比下降2.9%，收入增长与电量电价基本匹配，净利润下降主要系一次性成本税费影响。

图 7：2024年雅砻江水电营业收入同比+5.1%



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

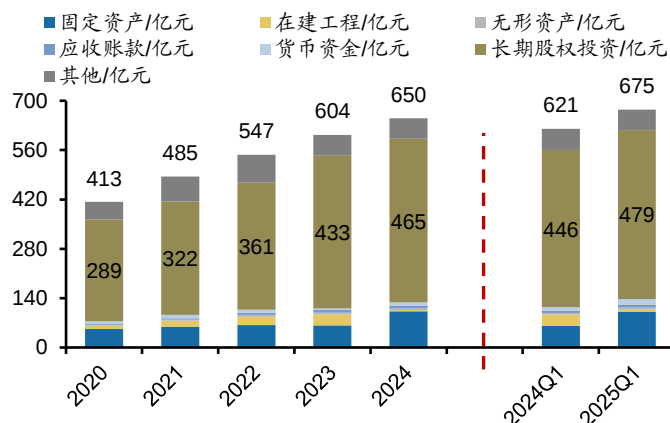
图 8：2024年雅砻江水电净利润为82.7亿元



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

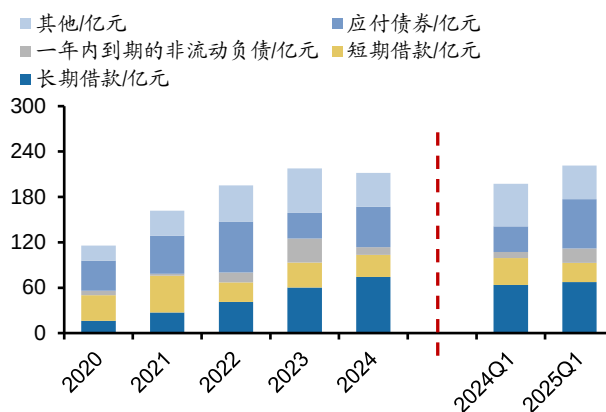
2024年公司长期股权投资达464.68亿元，占总资产比例71.4%，资产负债率降低至33%。截至2024年公司长期股权投资464.68亿元（同比+7.4%），占总资产比例达71.4%，长期股权投资中，雅砻江水电、国能大渡河、中核汇能、亭子口股权价值分别为355.20、70.33、22.32、15.00亿元，合计占比99.6%。此外，由于可转债转股，公司负债规模降低，截至2024年公司总负债达212亿元，同比降低6亿元。

图 9：2024年公司长期股权投资达464.7亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

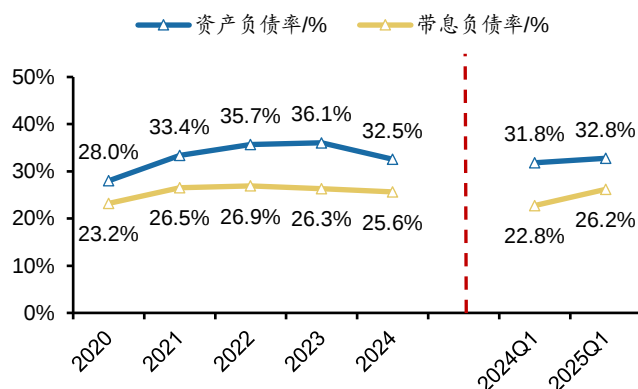
图 10：2024年公司总负债达211.6亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

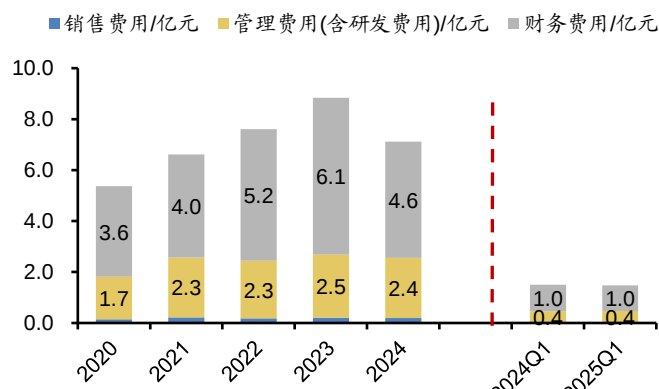
2024年公司资产负债率降低至32.5%，财务费用同比降低25.8%。由于可转债转股应付债券减少、项目建设长期借款增加，2024年公司资产负债率降低至32.5%，带息负债率降低至25.6%，同时利率下降，2024年公司财务费用4.56亿元（同比-25.8%）。管理费用略有下降，财务和管理费用构成期间费用的主要部分，2024年公司期间费用7.12亿元。2025年一季度，公司资产负债率为32.8%，带息负债率为26.2%，与2024年底基本持平，财务费用同比不变。

图 11：2024年公司资产负债率降低至32.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

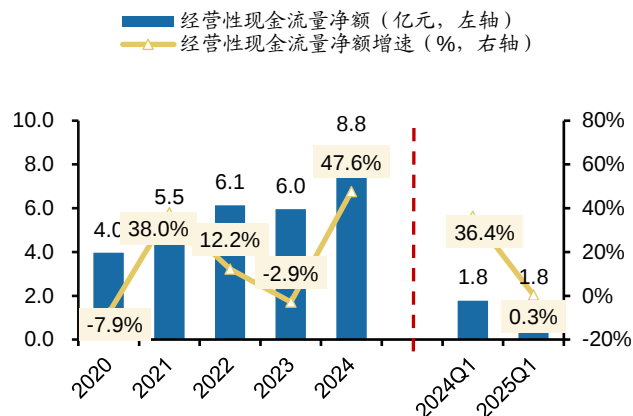
图 12：2024年公司财务费用同比-25.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

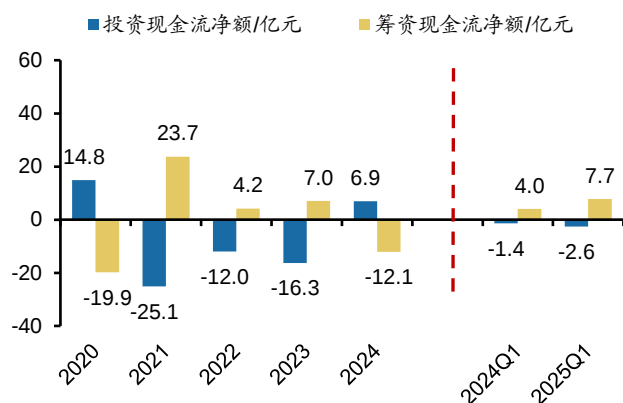
2024年公司经营现金流净额同比+47.6%，投融资规模缩小。2024年公司经营性现金流净额达8.8亿元，同比大幅提升，主要系来水好转电量提升，并新增收购光伏项目。2024年公司投资活动现金流净额6.9亿元，其中投资活动现金流流入为74.96亿元（扣除结构性存款到期赎回后为33.26亿元），主要是雅砻江公司分红款28.8亿元；现金流流出为68.04亿元（扣除结构性存款投资支出后为27.55亿元），主要是银江水电站建设支出，以及向雅砻江、大渡河、中核汇能增资。2024年筹资活动现金流净额-12.09亿元。

图 13: 2024年公司经营现金流净额同比+47.6%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

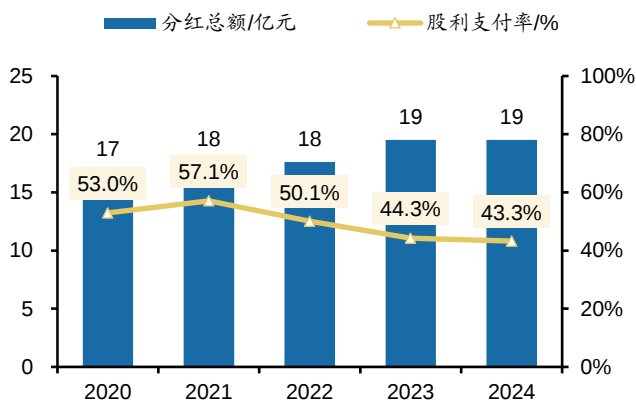
图 14: 2024年投资现金流净额6.9亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

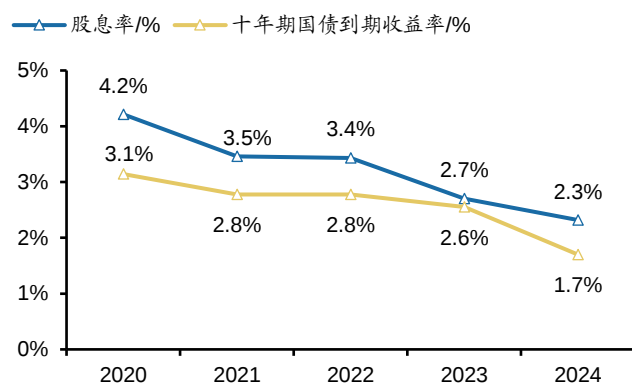
2024年公司拟每股分红0.4元，分红率43.3%。2024年公司拟分红0.4元/股，与2021-2023年持平，分红总额为19.50亿元，较2023年不变，分红率43.3%，按照年底收盘价计算股息率为2.3%，高于十年期国债到期收益率。

图 15: 2024年公司分红率43.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2024年公司股息率2.3%



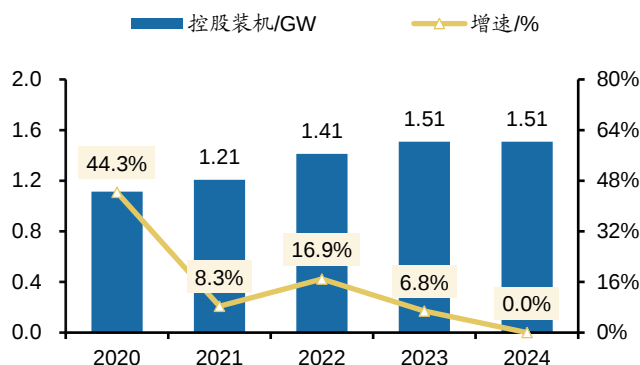
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 股息率按照年底收盘价计算

二、雅砻江电量提升，电价基数较高小幅下降

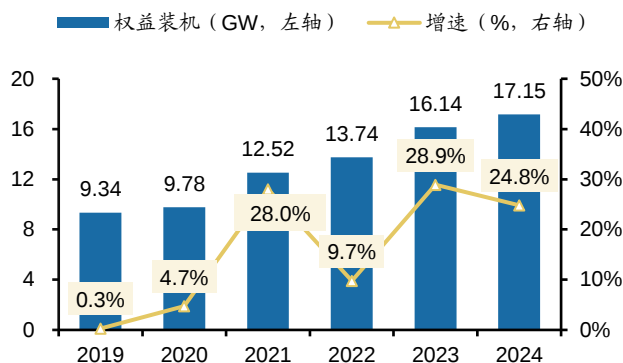
截至2024年公司权益装机容量17.15GW。截至2024年，公司控股田湾河公司水电装机0.76GW，川投电力0.47GW，新能源装机0.28GW，在建银江水电站0.39GW（6台机组）已于2025年初投产2台机组，截至2024年末公司权益装机达到17.15GW（同比+24.8%），其中雅砻江水电贡献权益装机10.00GW，占比58.3%。

图 17：截至2024年公司控股装机容量1.51GW



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图 18：截至2024年公司权益装机容量17.15GW

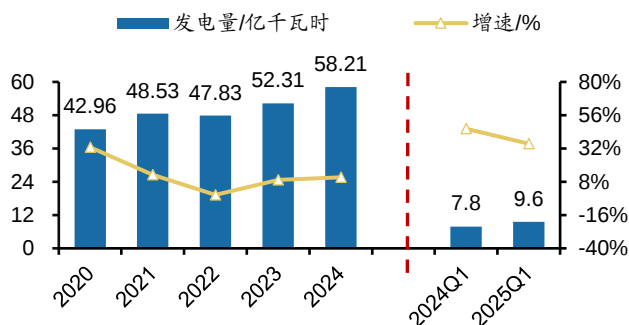


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

2024年公司发电量提升11.3%，上网电价同比提升2%。2024年公司发电量同比+11.3%，其中水电发电量同比提升10.2%，光伏发电量同比增长34.8%。水电方面来水有所好转，光伏因新增收购项目电量提升。上网电价方面，2024年全年水电上网电价0.205元/千瓦时（同比+4.1%），光伏上网电价0.496元/千瓦时（同比-20.4%），加权平均电价同比提升2%，主要系新光伏项目为平价项目。

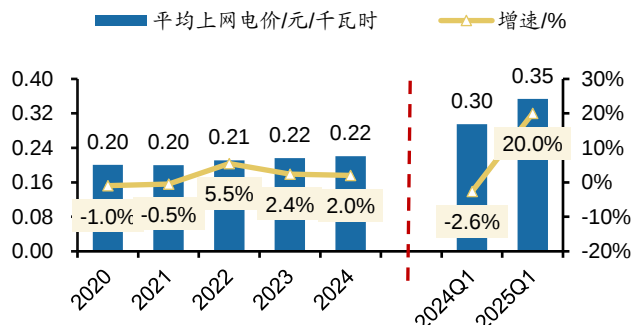
2025年一季度公司发电量提升22.0%，上网电价同比提升20.0%。2025Q1公司发电量同比提升22.0%，其中水电发电量同比提升20.3%，光伏发电量同比增长74.2%，主要系银江水电站1#、2#机组投产，广西光照条件同比高于去年。上网电价方面，2025Q1公司平均上网电价0.354元/千瓦时，同比提升20.0%，其中水电上网电价0.349元/千瓦时（同比+23.2%），光伏上网电价0.444元/千瓦时（同比-20.1%）。2025年，公司控股水电企业常规直供电合同电价按照分水期（丰、平、枯）电价谈判签约，2024年同期的常规直供电合同是按照全年综合交易电价签约；签约方式差异带来了一季度（枯水期）水电售电价格的暂时性增长。

图 19：2024年公司发电量同比+11.3%



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

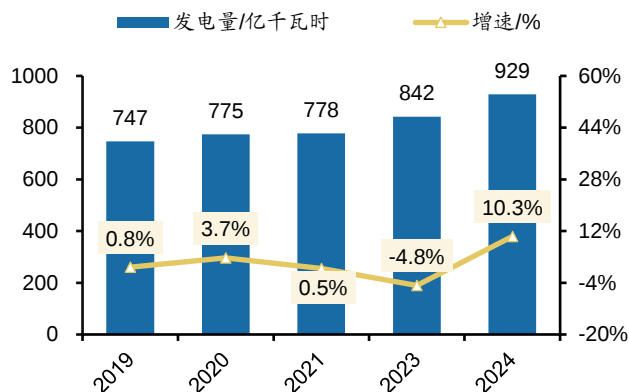
图 20：2025Q1公司上网电价同比+20.0%



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

2024年雅砻江水电发电量929.43亿千瓦时，同比提升10.3%。2024一季度，雅砻江水电发电量同比降低8.2%，但二季度起雅砻江来水好转，Q2-Q3发电量分别同比+37.2%、+149.6%，四季度同比降低5.5%，全年实现发电量929.43亿千瓦时（同比+5.0%）。

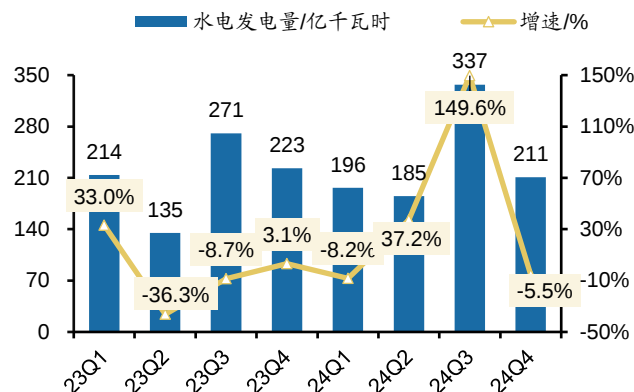
图 21：2024年雅砻江水电发电量同比+10.3%



数据来源：国投电力经营公告，广发证券发展研究中心

备注：发电量中不包括风电和光伏发电量

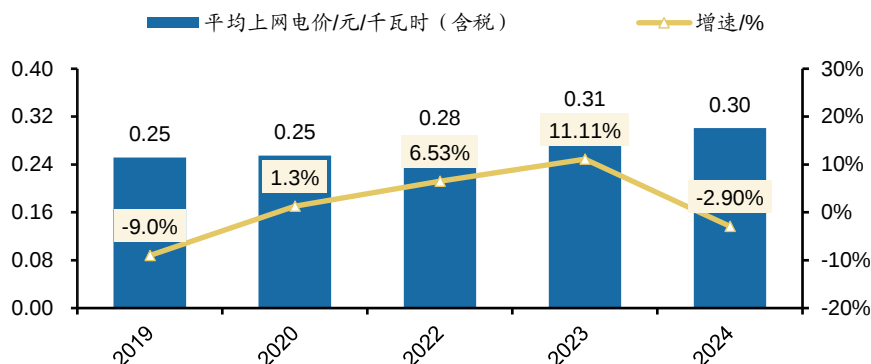
图 22：雅砻江水电单季度发电量



数据来源：国投电力经营公告，广发证券发展研究中心

2024年雅砻江水电平均上网电价0.301元/千瓦时，同比降低2.9%。2023年由于来水偏枯雅砻江电价提升11.1%至0.31元/千瓦时，电价基数较高，2024年来水好转电量提升，电价同比下降2.9%至0.3元/千瓦时。

图 23：2024年雅砻江水电平均上网电价同比降低2.9%



数据来源：国投电力经营公告，广发证券发展研究中心

三、大渡河将进入投产高峰，雅砻江推进水风光蓄建设

大渡河水电投产高峰期临近，装机提升调节能力增强。公司持有国能大渡河20%股权，国能大渡河拥有大渡河流域17个梯级水电站开发权，在建/拟建梯级电站达6.49GW，均已列入四川省“十四五”电力发展规划。双江口、金川、枕头坝二级、沙坪一级四座水电站预计将于2025-2026年前后投产，2025年计划投产1.365GW，2026年计划投产2.155GW，合计装机3.52GW，其中龙头水库双江口水电站具备年调节能力，投产后能够显著增加流域调节能力，同时老鹰岩二级水电站已于2025年开工。

表 1: 国能大渡河在建/拟建梯级电站合计6.49GW

水电站		首台机组投产时间	所在地区	装机容量/万千瓦	大渡河持股比例	权益装机/万千瓦
双江口水电站	在建	2025	四川	200	63%	126
金川水电站	在建	2025	四川	86	100%	86
枕头坝二级水电站	在建	2025	四川	30	100%	30
沙坪一级水电站	在建	2025	四川	36	100%	36
老鹰岩二级水电站	在建		四川	42	85%	36
安宁水电站	拟建		四川	38		
巴底水电站	拟建		四川	72		
丹巴水电站	拟建		四川	115		
老鹰岩一级水电站	拟建		四川	30		
合计				649		

数据来源：政府官网，国能大渡河债券说明书，广发证券发展研究中心

雅砻江流域可开发装机约30GW，在十三大水电基地中排名第三，雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体。雅砻江干流共规划建设22级电站，其中上游10座电站（3.25GW），中游7座电站（11.87GW），下游5座电站（14.70GW），分四阶段开发建设，目前进行到第三阶段，两杨电站已投产。

表 2: 雅砻江流域水电四阶段开发战略进行到第三阶段

阶段	时间	建设电站	总装机目标/GW
第一阶段	2000 年以前	二滩	3.3
第二阶段	2015 年以前	锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林	14.7
第三阶段	2030 年以前	包括两杨电站在内的 4-5 个雅砻江中游主要梯级电站	23
第四阶段	2050 年以前	全面完成雅砻江流域水电开发	30

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

预计雅砻江水电2030年之前可投产水电装机1.32GW。目前卡拉、孟底沟、牙根一级水电站已获核准，进入建设初期，预计分别于2029、2031、2029年投产。牙根二级、楞古水电站已通过预可研审查，预计首台机组分别于2033、2035年投产。目前除两河口、杨房沟电站外，雅砻江水电在建装机3.72GW，拟建装机4.05GW，规划装机3.25GW，合计11.02GW，预计2030年之前可投产1.32GW。

表 3: 雅砻江水电在建装机3.72GW预计2030年前后投产

项目名称	装机容量/GW	机组结构	总投资/亿元	建设情况	首台机组投产日期
卡拉	1.02	4×0.255	171	在建	2029 年
孟底沟	2.40	4×0.6	347	在建	2031 年
牙根一级	0.30	3×0.1	59	在建	2029 年
在建装机合计	3.72		577		
牙根二级	2.40	4×0.6	350	拟建	2033 年
楞古	1.65	-	277	拟建	2035 年
拟建装机合计	4.05		627		
上游 10 座电站	3.25			规划	
雅砻江水电合计	11.02				

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

雅砻江水电规划新能源抽水蓄能开发“四阶段”战略，2030年以前完成新能源/抽水蓄能装机20/5GW。2035年以前，完成新能源/抽水蓄能装机30/10GW，2050年以前，新能源及抽水蓄能装机达到50GW以上。2023年投产腊巴山风电项目（192MW）、柯拉光伏电站（1000MW），雅砻江风光装机超160万千瓦。目前扎拉山光伏（1.17GW）进入建设阶段，两河口混蓄项目已开工，牙根一级水电站、道孚抽蓄、西昌牦牛山风电项目已取得核准。

表 4：雅砻江水电规划2030年前完成新能源/抽水蓄能装机20/5GW

阶段	时间	规划
第一阶段	2020 年以前	立足雅砻江流域开展水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地规划和关键问题研究，落实项目建设技术条件。
第二阶段	2030 年以前	风光新能源开发取得实质性突破，力争新能源装机达到 20GW 左右 ；完成抽水蓄能规划，力争规模达到 5GW 左右 ，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地初具规模。
第三阶段	2035 年以前	全面推进雅砻江流域新能源开发建设，新能源装机达到 30GW 左右 ，抽水蓄能装机达到 10GW 左右 ，多能互补运行效益凸显，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地基本建成。
第四阶段	2050 年以前	新能源及抽水蓄能装机达到 50GW 以上 ，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地全部建成，实现世界第一的目标

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

四、投资收益稳定增长，维持“买入”评级

预计2025~2027年公司归母净利润分别为53.20/57.76/61.66亿元，按最新收盘价对应PE分别为15.4/14.2/13.3倍。雅砻江水电业绩稳健增长，大渡河将进入投产高峰。参考同业估值，给予公司2025年20倍PE估值，对应21.83元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 5：川投能源同业对比（收盘价日期：2025/4/11）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
				2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E
600674.SH	川投能源	820.40	16.83	15.33	18.56	15.42	14.20	44.00	45.08	53.20	57.76
600900.SH	长江电力	7,144.72	29.20	20.97	21.97	20.43	19.55	272.39	325.20	349.76	365.40
600025.SH	华能水电	1,665.00	9.25	20.34	19.95	17.95	16.62	76.38	83.46	92.77	100.15
600886.SH	国投电力	1,162.25	14.52	14.65	15.41	13.72	12.62	67.05	75.43	84.70	92.08

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

五、风险提示

雅砻江流域来水波动风险：雅砻江公司是公司核心资产，发电量受来水波动影响，若来水偏枯，则可能影响公司业绩。

上网电价调整风险：公司上半年上网电价涨幅较大，若未来上网电价下降，公司业绩存在下滑的风险。同时杨房沟电站电价模式尚未确定，两河口暂按过渡期电价结算，若批复电价不及预期，将影响电站盈利水平。

投资收益波动风险：公司是投资控股型企业，近年来对外长期股权投资呈增长趋势，投资收益占比较高，主要参股公司的盈利波动对公司业绩影响较大。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,392	3,637	3,732	3,789	3,694
货币资金	515	874	876	855	800
应收及预付	773	824	937	1,041	1,047
存货	69	79	86	92	93
其他流动资产	2,035	1,861	1,833	1,801	1,754
非流动资产	56,961	61,412	65,700	69,760	73,722
长期股权投资	43,252	46,468	50,067	53,780	57,612
固定资产	6,284	10,229	10,659	10,862	10,748
在建工程	3,094	386	586	686	886
无形资产	486	495	495	495	495
其他长期资产	3,847	3,834	3,893	3,937	3,981
资产总计	60,353	65,049	69,432	73,549	77,415
流动负债	9,019	5,629	6,338	6,169	5,903
短期借款	3,292	2,922	2,622	2,322	2,022
应付及预收	272	431	477	511	519
其他流动负债	5,455	2,276	3,239	3,337	3,361
非流动负债	12,742	15,533	15,704	16,314	16,524
长期借款	6,026	7,420	7,720	8,420	8,720
应付债券	3,400	5,310	5,210	5,110	5,010
其他非流动负债	3,315	2,803	2,773	2,783	2,793
负债合计	21,760	21,163	22,042	22,483	22,427
股本	4,580	4,875	4,875	4,875	4,875
资本公积	5,620	8,232	8,232	8,232	8,232
留存收益	25,830	28,388	31,761	35,226	38,926
归属母公司股东权益	37,092	42,138	45,477	48,943	52,643
少数股东权益	1,501	1,748	1,913	2,122	2,346
负债和股东权益	60,353	65,049	69,432	73,549	77,415

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1482	1609	1877	2104	2135
营业成本	795	786	856	915	931
营业税金及附加	45	46	54	60	61
销售费用	21	19	23	25	26
管理费用	216	202	235	263	267
研发费用	32	35	38	42	43
财务费用	615	456	422	417	411
资产减值损失	-52	-1	-15	-15	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4813	4643	5330	5709	6105
营业利润	4543	4701	5573	6083	6494
营业外收支	22	1	-3	-3	-4
利润总额	4565	4702	5571	6080	6490
所得税	58	72	86	94	101
净利润	4507	4630	5484	5986	6390
少数股东损益	107	122	165	209	224
归属母公司净利润	4400	4508	5320	5776	6166
EBITDA	727	855	6568	7098	7520
EPS (元)	0.99	0.93	1.09	1.18	1.26

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	596	879	1,168	1,324	1,365
净利润	4,507	4,630	5,484	5,986	6,390
折旧摊销	331	341	575	602	619
营运资金变动	-98	78	-19	-6	13
其它	-4,145	-4,170	-4,873	-5,257	-5,657
投资活动现金流	-1,632	691	501	1,080	1,556
资本支出	-714	-920	-1,222	-922	-723
投资变动	-4,164	-1,714	-1,994	-1,994	-1,994
其他	3,246	3,325	3,716	3,997	4,273
筹资活动现金流	701	-1,209	-1,668	-2,426	-2,976
银行借款	2,628	1,024	0	400	0
股权融资	48	71	0	0	0
其他	-1,975	-2,304	-1,668	-2,826	-2,976
现金净增加额	-335	362	0	-21	-55
期初现金余额	836	501	862	862	841
期末现金余额	501	862	862	841	786

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.4%	8.5%	16.7%	12.1%	1.5%
营业利润	26.3%	3.5%	18.6%	9.1%	6.8%
归母净利润	25.2%	2.4%	18.0%	8.6%	6.8%
获利能力					
毛利率	46.4%	51.2%	54.4%	56.5%	56.4%
净利率	304.1%	287.8%	292.1%	284.5%	299.2%
ROE	11.9%	10.7%	11.7%	11.8%	11.7%
ROIC	0.7%	0.8%	9.1%	9.3%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	36.1%	32.5%	31.7%	30.6%	29.0%
净负债比率	56.4%	48.2%	46.5%	44.0%	40.8%
流动比率	0.38	0.65	0.59	0.61	0.63
速动比率	0.37	0.63	0.57	0.59	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
应收账款周转率	2.13	2.09	2.24	2.27	2.19
存货周转率	9.32	10.57	10.39	10.34	10.09
每股指标 (元)					
每股收益	0.99	0.93	1.09	1.18	1.26
每股经营现金流	0.13	0.18	0.24	0.27	0.28
每股净资产	8.01	8.64	9.33	10.04	10.80
估值比率					
P/E	15.33	18.56	15.42	14.20	13.30
P/B	1.89	2.00	1.80	1.68	1.56
EV/EBITDA	116.49	116.97	15.03	13.96	13.17

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。