

公用事业

2025 年 10 月 22 日

川投能源 (600674)

—— 雅砻江偏枯影响 Q3 业绩 控股水电业绩稳增

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季度业绩，2025 年前三季度公司营业收入为 11.40 亿元，同比上升 4.95%；归母净利润为 42.21 亿元，同比下降 4.54%。
- **控股水电三季度发电量同比增加，电价由于签约规则变化下降。** 2025 年 1-9 月，公司控股水电企业累计完成发电量 48.57 亿千瓦时，同比上年增长 17.92%；上网电量 47.78 亿千瓦时，同比上年增长 17.89%；水电企业平均上网电价 0.188 元 / 千瓦时，同比上年降低 6.47%。控股水电电量的增长主要来自于攀水电公司银江电站 1#、2#、3#、4#机陆续投产带来的水电发电量和上网电量增长。电价虽同比有所降低，但原因是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；主汛期（7-9 月）电量占比高且市场化售电价格大幅低于枯水期电价，带来了本期水电售电价格的下降，预期枯水期环比电价将会好转。
- **雅砻江来水同比偏枯，三季度电量同比减少 16%。**公司三季度对联营和合营企业的投资收益为 16.89 亿元，较 24 年的 20.20 亿元同比减少 16.39%。公司的投资收益基本由雅砻江水电站贡献，2025 年前三季度雅砻江水电发电量为 713.08 亿千瓦时，同比减少 0.78%，其中第三季度雅砻江水电发电量为 283.09 亿千瓦时，同比去年减少 16.02%。主要原因是雅砻江主汛期同比偏枯。根据四川水文水资源勘测中心的水情信息，进入十月以来四川省主要江河来水量与多年同期相比正常略偏多，但大渡河和雅砻江相对偏少，预计四季度来水仍有压力。24 年 Q4 由于所得税一次性补缴，雅砻江水电归母净利润偏低。低基数有利于修复今年 Q4 业绩增速。
- **股息确定性较强。**公司 24 年分发红利每股 0.4 元(含税)，对应当下股价的股息率为 2.72%。根据公司 2023-2025 年的回报规划，公司每年以现金方式分配的利润原则上每 10 股不低于 4 元（含税）。水电资产具备强大的现金流能力，具备较强的抗周期能力，随着公司常规水电的投产、投资收益的增厚，公司的股息具有确定性。
- **盈利预测与评级：**考虑到雅砻江来水同比偏枯，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 48.58、52.33、55.33 亿元人民币（原值为 52.73、57.88、62.19 亿元人民币），公司当前股价对应 PE 为 15、14、13 倍，考虑到公司水电资产稀缺、大渡河投产预计增厚公司投资收益，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在建项目进度不及预期、电价下调的风险、来水不及预期的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,609	1,140	1,944	2,117	2,143
同比增长率（%）	8.5	5.0	20.8	8.9	1.2
归母净利润（百万元）	4,508	4,221	4,858	5,233	5,533
同比增长率（%）	2.5	-4.5	7.8	7.7	5.7
每股收益（元/股）	0.93	0.87	1.00	1.07	1.14
毛利率（%）	51.2	50.8	52.6	52.7	52.5
ROE（%）	10.7	9.5	10.8	10.8	10.7
市盈率	16		15	14	13

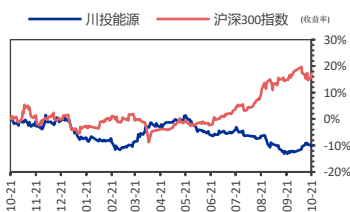
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 10 月 21 日
收盘价（元）	14.73
一年内最高/最低（元）	18.66/14.08
市净率	1.6
股息率（分红/股价）	2.72
流通 A 股市值（百万元）	71,803
上证指数/深证成指	3,916.33/13,077.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	9.11
资产负债率%	32.83
总股本/流通 A 股（百万）	4,875/4,875
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,482	1,609	1,944	2,117	2,143
其中：营业收入	1,482	1,609	1,944	2,117	2,143
减：营业成本	795	786	921	1,002	1,017
减：税金及附加	45	46	56	61	61
主营业务利润	642	777	967	1,054	1,065
减：销售费用	21	19	23	25	26
减：管理费用	216	202	244	266	269
减：研发费用	32	35	42	46	46
减：财务费用	615	456	386	394	384
经营性利润	-242	65	272	323	340
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	8	-21	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-52	-1	0	0	0
加：投资收益及其他	4,828	4,657	4,806	5,255	5,573
营业利润	4,543	4,701	5,079	5,579	5,913
加：营业外净收入	22	1	0	0	0
利润总额	4,565	4,702	5,079	5,579	5,913
减：所得税	58	72	85	105	125
净利润	4,507	4,630	4,994	5,474	5,788
少数股东损益	107	122	136	241	255
归属于母公司所有者的净利润	4,400	4,508	4,858	5,233	5,533

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。