

# 川投能源 (600674)

证券研究报告

2023年05月23日

## 雅砻江水电量价齐升势头延续，带动业绩持续高增

### 事件：

公司发布 2023 年 1-4 月业绩快报公告。2023 年 1-4 月，公司实现营业收入 3.12 亿元，同比增加 27.15%；实现归母净利润 15.25 亿元，同比增加 134.81%，其中投资收益同比增加 8.62 亿元。

### 雅砻江延续量价齐升良好势头，带动公司投资收益实现高增

根据国投电力披露的雅砻江水电 2023 年 1-4 月经营数据公告，雅砻江在今年 4 月延续量价齐升势头。**电量方面**，2023 年 1-4 月雅砻江水电发电量 283.28 亿千瓦时，同比增长 30.92%；其中 4 月发电量 69.44 亿千瓦时，同比增长 24.8%；2023 年 1-4 月雅砻江上网电量 281.79 亿千瓦时，同比增长 30.97%，其中 4 月上网电量 69.07 亿千瓦时，同比增长 24.9%。**发电量与上网电量的较大增幅主要系雅砻江流域梯级调度及两河口水库库容消落的影响。****电价方面**，锦官电源组送江苏落地电价自 2022 年 8 月 1 日起开始执行“基准电价+浮动电价”机制，上网电价由 0.281 元/千瓦时提升至 0.3195 元/千瓦时。2023 年 1-4 月雅砻江平均上网电价为 0.309 元/千瓦时，同比增长 6.18%。雅砻江水电量价齐升带动公司 2023 年 1-4 月投资收益同比增加 8.62 亿元。投资收益的增长推动公司业绩持续高增，1-4 月归母净利润达到 15.25 亿元，同比高增 134.81%；其中 4 月归母净利润 3.89 亿元，同比增长 327.5%。

我们认为今年上半年雅砻江水电将持续受益于两河口电站投产后的库容消落以及梯级调度能力增强的积极影响，同时 2023 年上半年外送江苏电量的电价上涨将持续助推业绩的增长。雅砻江水电量价齐升的势头将大概率延续，为公司带来坚实的业绩支撑。

### 控股电站经营状况良好，主营收入保持持续增长

2023 年 1-4 月，公司实现营业收入 3.12 亿元，同比增加 27.15%。营业收入增长的主要原因有以下两点：一是子公司田湾河公司收入去年受仁宗海大坝整治影响下降，本年田湾河发电量已恢复正常；二是新增广西玉柴农光电力有限公司营业收入。

**盈利预测与估值：**由于两河口电站投产带来的库容消落和梯级调度能力的增强，叠加外送江苏部分电量电价上涨的持续积极影响，今年一季度以及今年 1-4 月公司业绩增速均超过 100%。我们认为雅砻江水电量价齐升的势头大概率有望延续，同时公司控股水电经营向好，上调业绩预期，预计公司 2023-2025 年将分别实现归母净利润 47.9/50.4/52.6 亿（23-24 年前值 47.01/49.11 亿元），对应 PE 分别为 14.2/13.5/12.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**电力需求降低；来水少导致发电量下降；两杨电站利用小时数不及预期，业绩快报是初步测算结果，具体财务数据以披露公告为准

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,263.33	1,420.41	1,622.64	1,713.98	1,743.76
增长率(%)	22.52	12.43	14.24	5.63	1.74
EBITDA(百万元)	3,880.91	4,558.10	5,721.96	5,951.15	6,142.30
归属母公司净利润(百万元)	3,087.39	3,515.27	4,793.01	5,036.49	5,262.26
增长率(%)	(2.35)	13.86	36.35	5.08	4.48
EPS(元/股)	0.69	0.79	1.07	1.13	1.18
市盈率(P/E)	22.03	19.35	14.19	13.51	12.93
市净率(P/B)	2.18	2.01	1.91	1.78	1.67
市销率(P/S)	53.85	47.89	41.92	39.69	39.01
EV/EBITDA	15.78	13.77	12.96	12.10	11.26

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	15.25 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	4,460.61
流通 A 股股本(百万股)	4,460.61
A 股总市值(百万元)	68,024.28
流通 A 股市值(百万元)	68,024.28
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	38.70
一年内最高/最低(元)	15.69/10.91

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《川投能源-公司点评:雅砻江量价齐升叠加主营收入高增，一季度归母净利润同比+103.65%》 2023-04-10
- 《川投能源-公司点评:雅砻江水电克服汛期来水不利影响，带动前三季度业绩同比+5%》 2022-10-18
- 《川投能源-半年报点评:雅砻江水电发力增厚业绩，新能源拓展提速》 2022-08-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,005.88	841.90	129.81	1,433.48	4,239.66	营业收入	1,263.33	1,420.41	1,622.64	1,713.98	1,743.76
应收票据及应收账款	451.01	713.34	593.79	786.92	617.77	营业成本	733.88	873.47	897.52	950.15	967.96
预付账款	9.34	4.61	9.60	5.44	9.88	营业税金及附加	38.99	38.66	44.16	46.65	47.46
存货	121.23	101.13	127.23	114.53	131.77	销售费用	22.31	17.84	20.38	21.53	21.90
其他	2,493.44	2,797.06	2,315.09	2,857.40	2,324.56	管理费用	208.18	196.73	224.74	237.39	241.51
<b>流动资产合计</b>	<b>4,080.90</b>	<b>4,458.04</b>	<b>3,175.53</b>	<b>5,197.76</b>	<b>7,323.64</b>	研发费用	26.71	29.32	33.49	35.66	36.09
长期股权投资	32,150.21	36,082.62	36,082.62	36,082.62	36,082.62	财务费用	403.68	516.43	376.93	304.90	223.84
固定资产	5,917.79	6,398.16	7,436.32	8,059.61	8,423.73	资产/信用减值损失	6.91	(82.74)	(12.93)	(12.93)	(12.93)
在建工程	1,710.85	2,335.07	1,431.04	889.22	564.73	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	299.75	502.68	491.47	480.27	469.07	投资净收益	3,334.75	3,914.58	4,912.16	5,067.44	5,209.52
其他	4,292.52	4,927.95	4,917.96	4,916.34	4,914.72	其他	(6,694.28)	(7,680.97)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>44,371.11</b>	<b>50,246.47</b>	<b>50,359.42</b>	<b>50,428.06</b>	<b>50,454.87</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,182.20</b>	<b>3,597.10</b>	<b>4,924.65</b>	<b>5,172.21</b>	<b>5,401.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>48,467.29</b>	<b>54,713.82</b>	<b>53,534.95</b>	<b>55,625.82</b>	<b>57,778.51</b>	营业外收入	1.77	5.36	3.03	3.39	3.93
短期借款	4,835.55	2,562.39	4,188.03	3,000.00	2,500.00	营业外支出	3.87	(11.85)	(0.36)	(2.78)	(5.00)
应付票据及应付账款	195.93	242.25	208.00	268.66	216.94	<b>利润总额</b>	<b>3,180.10</b>	<b>3,614.30</b>	<b>4,928.05</b>	<b>5,178.38</b>	<b>5,410.51</b>
其他	2,773.45	5,120.17	4,692.52	4,837.22	4,809.97	所得税	44.20	41.99	57.25	60.16	62.86
<b>流动负债合计</b>	<b>7,804.93</b>	<b>7,924.81</b>	<b>9,088.56</b>	<b>8,105.88</b>	<b>7,526.91</b>	<b>净利润</b>	<b>3,135.90</b>	<b>3,572.31</b>	<b>4,870.79</b>	<b>5,118.22</b>	<b>5,347.65</b>
长期借款	2,738.61	4,127.72	1,500.00	1,500.00	1,500.00	少数股东损益	48.51	57.05	77.78	81.73	85.40
应付债券	5,011.77	6,710.97	5,239.13	5,653.96	5,868.02	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,087.39</b>	<b>3,515.27</b>	<b>4,793.01</b>	<b>5,036.49</b>	<b>5,262.26</b>
其他	602.79	738.50	738.00	738.00	738.00	每股收益(元)	0.69	0.79	1.07	1.13	1.18
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,353.17</b>	<b>11,577.19</b>	<b>7,477.13</b>	<b>7,891.96</b>	<b>8,106.02</b>						
<b>负债合计</b>	<b>16,177.89</b>	<b>19,514.97</b>	<b>16,565.69</b>	<b>15,997.83</b>	<b>15,632.93</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	1,041.98	1,382.02	1,418.57	1,456.99	1,497.12	<b>成长能力</b>					
股本	4,406.16	4,460.58	4,460.58	4,460.61	4,460.61	营业收入	22.52%	12.43%	14.24%	5.63%	1.74%
资本公积	4,088.05	4,572.44	4,572.44	4,572.44	4,572.44	营业利润	-2.23%	13.04%	36.91%	5.03%	4.43%
留存收益	21,057.74	22,810.03	25,062.75	27,429.90	29,903.16	归属于母公司净利润	-2.35%	13.86%	36.35%	5.08%	4.48%
其他	1,695.47	1,973.77	1,454.92	1,708.05	1,712.25	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>32,289.40</b>	<b>35,198.84</b>	<b>36,969.26</b>	<b>39,627.99</b>	<b>42,145.58</b>	毛利率	41.91%	38.51%	44.69%	44.56%	44.49%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>48,467.29</b>	<b>54,713.82</b>	<b>53,534.95</b>	<b>55,625.82</b>	<b>57,778.51</b>	净利率	244.38%	247.48%	295.38%	293.85%	301.78%
						ROE	9.88%	10.40%	13.48%	13.19%	12.95%
						ROIC	10.34%	10.86%	12.47%	12.98%	13.19%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	33.38%	35.67%	30.94%	28.76%	27.06%
净利润	3,135.90	3,572.31	4,793.01	5,036.49	5,262.26	净负债率	36.73%	39.44%	31.91%	24.20%	15.88%
折旧摊销	281.74	322.97	407.44	461.10	503.95	流动比率	0.52	0.56	0.35	0.64	0.97
财务费用	413.18	529.04	376.93	304.90	223.84	速动比率	0.51	0.55	0.34	0.63	0.96
投资损失	(3,331.86)	(3,910.39)	(4,912.16)	(5,067.44)	(5,209.52)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,249.33)	633.14	437.10	(379.27)	407.17	应收账款周转率	2.79	2.44	2.48	2.48	2.48
其它	2,297.24	(533.53)	77.78	81.73	85.40	存货周转率	9.96	12.78	14.21	14.18	14.16
<b>经营活动现金流</b>	<b>546.86</b>	<b>613.53</b>	<b>1,180.10</b>	<b>437.51</b>	<b>1,273.08</b>	总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
资本支出	4,933.42	5,425.50	530.87	531.37	532.37	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3,227.25	3,932.41	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.69	0.79	1.07	1.13	1.18
其他	(10,673.44)	(10,554.62)	3,850.91	4,004.69	4,144.77	每股经营现金流	0.12	0.14	0.26	0.10	0.29
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,512.77)</b>	<b>(1,196.72)</b>	<b>4,381.79</b>	<b>4,536.07</b>	<b>4,677.15</b>	每股净资产	7.01	7.58	7.97	8.56	9.11
债权融资	2,875.46	1,341.15	(3,173.60)	(1,210.42)	(313.98)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(724.68)	817.12	(3,100.38)	(2,459.49)	(2,830.06)	市盈率	22.03	19.35	14.19	13.51	12.93
其他	214.56	(1,740.22)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.18	2.01	1.91	1.78	1.67
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,365.35</b>	<b>418.05</b>	<b>(6,273.97)</b>	<b>(3,669.91)</b>	<b>(3,144.04)</b>	EV/EBITDA	15.78	13.77	12.96	12.10	11.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.02	14.81	13.96	13.12	12.26
<b>现金净增加额</b>	<b>399.44</b>	<b>(165.13)</b>	<b>(712.09)</b>	<b>1,303.67</b>	<b>2,806.18</b>						

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com