

中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

核心观点

公司预计 1H 归母净利润 12.44 亿元，同比增长 7.86%；对应 2Q 归母净利润 7.19 亿元，同比大增 73.88%，我们预计高增主要受雅砻江发电量&电价均有回升推动。调整电价假设并上调 2020-2022 年归母净利润预测至 32.1/34.3/38.4 亿元。估值处于历史底部，股息收益率约 3.5%具有吸引力，雅砻江中游投产临近以及行业电价风险释放利好公司估值扩张，维持“买入”评级。

■ **2Q2020 业绩高增 74%**。公司发布 1H2020 业绩快报，累计营收 3.07 亿元，同比下滑 3.88%，累计归母净利润 12.44 亿元，同比增长 7.86%，对应 EPS 为 0.28 元，同比增长 7.86%。分季度看，公司 2Q2020 实现营收 1.39 亿元，同比增长 42.76%，归母净利润 7.19 亿元，同比大增 73.88%，对应 EPS 为 0.16 元。

■ **雅砻江 2Q2020 电量料补偿式增长**。2020 年以来，雅砻江来水始终较为稳定，好于全国平均水平。1Q2020 期间，由于疫情影响电力需求，电网减少对水电出力调度，致使雅砻江发电量同比减少 13.85%，但其水头相应提升。2Q2020，由于电力需求恢复、来水持续稳定以及高水头下发电效率提升，预计雅砻江发电量获得补偿式同比增长，对公司业绩带来正面影响。

■ **2Q2020 电价料同比提升，行业全年电价下降风险亦已出清**。考虑到公司 2Q2020 业绩同比增幅较大，我们推断雅砻江除了发电量增长外，2Q 含税上网电价或也出现约 0.03 元/kWh 的同比提升。展望全年，由于今年《政府工作报告》明确 2020 年降终端电价任务不向发电侧传导，水电年内政策性降价担忧已经完全解除。就后续年份而言，预计水电市场化交易占比仍将进一步提升，但雅砻江 2019 年上网电价已同比下滑 9.1%，行业全年电价下行风险预先充分释放，后续电价有望维持较强稳定性。

■ **雅砻江中游滚动开发，分红能力有望增强**。雅砻江中游的杨房沟与两河口预计将于 2021 年首台投产，后续公司在手核准机组暂仅剩 6 月核准的卡拉（102 万千瓦），整体看自由现金流与分红能力有望提升。公司 2020-2022 年承诺保底派息比率 50%，结合雅中滚动开发带来的业绩持续提升预期，股息吸引力可观。

■ **风险因素**：上网电价低于预期，来水及发电量低于预期，雅中投建慢于预期

■ **投资建议**：考虑到水电行业 2020 年降电价政策风险已有明显缓解，我们将雅砻江 2020-2022 年电价同比变动幅度预测由 0%/1.3%/1.8%提升至 4%/0%/0%，由此将公司 2020-2022 年 EPS 预测上调 8%/5%/14%至 0.73/0.78/0.87 元，现价对应动态 PE 为 13/12/11 倍，维持目标价 12.40 元，维持“买入”评级。

川投能源	600674
评级	买入（维持）
当前价	9.65 元
目标价	12.40 元
总股本	4,402 百万股
流通股本	4,402 百万股
52 周最高/最低价	10.17/8.39 元
近 1 月绝对涨幅	1.58%
近 6 月绝对涨幅	-6.95%
近 12 月绝对涨幅	0.97%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	864	838	983	1,183	1,183
营业收入增长率	8.0	-2.9	17.3	20.3	0.0
净利润(百万元)	3,570	2,947	3,207	3,425	3,835
净利润增长率	9.3	-17.4	8.8	6.8	12.0
每股收益 EPS(基本)(元)	0.81	0.67	0.73	0.78	0.87
净资产收益率 ROE%	14.4	10.9	11.2	11.3	11.9
PE	12	14	13	12	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

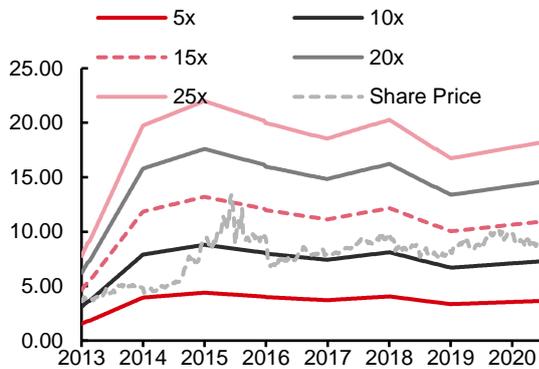
注：股价为 2020 年 7 月 8 日收盘价

表 1：雅砻江公司季度经营数据汇总

		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	% YoY	% QoQ	2019	% YoY
发电量合计	亿千瓦时	172.09	138.5	269.13	167.6	148.27	-13.84%	-11.53%	747.32	0.84%
二滩		44.8	32.78	45.44	36.38	39.36	-12.14%	8.19%	159.40	-0.23%
桐子林	亿千瓦时	5.97	5.12	7.26	5.83	5.65	-5.36%	-3.09%	24.18	3.16%
官地	亿千瓦时	24.88	22.25	49.25	27.39	20.61	-17.16%	-24.75%	123.77	1.62%
锦屏一级	亿千瓦时	40.31	28.83	72.55	46.46	35.51	-11.91%	-23.57%	188.15	0.46%
锦屏二级	亿千瓦时	56.13	49.52	94.63	51.54	47.13	-16.03%	-8.56%	251.82	1.19%
上网电量合计	亿千瓦时	171.22	137.74	267.86	166.74	147.46	-13.88%	-11.56%	743.56	0.81%
二滩	亿千瓦时	44.61	32.61	45.22	36.17	39.12	-12.31%	8.16%	158.61	-0.29%
桐子林	亿千瓦时	5.95	5.09	7.23	5.81	5.63	-5.38%	-3.10%	24.08	3.17%
官地	亿千瓦时	24.76	22.14	49.04	27.27	20.52	-17.12%	-24.75%	123.21	1.62%
锦屏一级	亿千瓦时	40.18	28.73	72.36	46.32	35.38	-11.95%	-23.62%	187.59	0.45%
锦屏二级	亿千瓦时	55.71	49.15	94.01	51.17	46.82	-15.96%	-8.50%	250.04	1.16%
平均上网电价										
二滩	元/千瓦时	0.258	0.262	0.248	0.242	0.250	-3.10%	3.31%	0.25	-9.06%
桐子林	元/千瓦时	0.256	0.237	0.214	0.209	0.248	-3.13%	18.66%	0.23	-5.37%
官地	元/千瓦时	0.287	0.278	0.181	0.246	0.286	-0.35%	16.26%	0.24	-2.34%
锦屏一级	元/千瓦时	0.257	0.270	0.257	0.251	0.248	-3.50%	-1.20%	0.26	-10.26%
锦屏二级	元/千瓦时	0.257	0.270	0.257	0.251	0.248	-3.50%	-1.20%	0.26	-10.49%

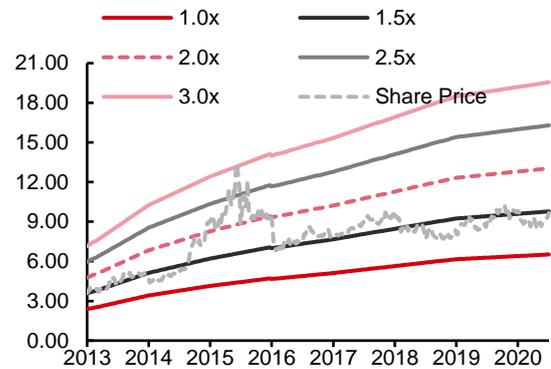
资料来源：国投电力公告，中信证券研究部

图 1：川投能源历史 PE-BAND



资料来源：川投能源公告，WIND，中信证券研究部

图 2：川投能源历史 PB-BAND



资料来源：川投能源公告，WIND，中信证券研究部

■ 相关研究

- 川投能源（600674）2019 年年报及 2020 年一季报点评—提升派息夯实价值底部
(2020-04-27)
- 川投能源（600674）2019 年业绩快报点评--雅砻江电价风险释放充分，长期价值依然突出
(2020-01-13)
- 川投能源（600674）重大事项点评—收购青衣江流域电站，对外投资提上日程
(2019-12-30)
- 川投能源（600674）2019 年三季报点评—业绩略降符合预期，关注投资支出下降信号
(2019-10-28)
- 川投能源（600674）2019 年三季度业绩快报点评--业绩微降符合预期，估值扩张高度确定
(2019-10-15)
- 川投能源（600674）2019 年中报点评—电价冲击暂告一段落，公司提估值前景可期
(2019-08-20)
- 川投能源（600674）投资价值分析报告——估值洼地消除有望，中游开发助腾飞
(2019-07-29)

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	864	838	983	1,183	1,183
营业成本	433	416	494	584	584
毛利率	49.87%	50.39%	49.77%	50.65%	50.65%
营业税金及附加	27	25	30	36	36
销售费用	16	16	18	22	22
营业费用率	1.91%	1.87%	1.87%	1.87%	1.87%
管理费用	171	120	140	169	169
管理费用率	19.83%	14.28%	14.28%	14.28%	14.28%
财务费用	302	289	340	383	420
财务费用率	35.03%	34.45%	34.62%	32.37%	35.51%
投资收益	3,552	3,034	3,291	3,475	3,931
营业利润	3,227	3,026	3,272	3,494	3,913
营业利润率	373.73%	361.00%	332.80%	295.34%	330.73%
营业外收入	424	2	0	0	0
营业外支出	12	8	0	0	0
利润总额	3,639	3,020	3,272	3,494	3,913
所得税	34	33	33	35	39
所得税率	0.93%	1.08%	1.00%	1.00%	1.00%
少数股东损益	35	41	32	35	39
归属于母公司股东的净利润	3,570	2,947	3,207	3,425	3,835
净利率	413%	352%	326%	289%	324%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,639	3,020	3,272	3,494	3,913
所得税支出	-34	-33	-33	-35	-39
折旧和摊销	197	197	211	246	289
营运资金的变化	26	-12	-62	-61	-4
其他经营现金流	-3,412	-2,743	-2,951	-3,092	-3,511
经营现金流合计	417	430	437	552	649
资本支出	-4	-211	-1,600	-1,600	-1,600
投资收益	2,757	2,865	3,291	3,475	3,931
其他投资现金流	-2,151	-5,083	-1,711	-1,295	-1,386
投资现金流合计	603	-2,429	-20	580	944
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-210	-1,530	0	0	0
股息支出	-1,321	-1,497	-1,636	-1,747	-1,956
其他融资现金流	571	5,009	752	665	363
融资现金流合计	-959	1,982	-884	-1,082	-1,593
现金及现金等价物净增加额	61	-17	-466	50	0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	729	712	246	296	296
存货	92	102	113	138	136
应收账款	257	288	315	393	386
其他流动资产	188	4,341	4,374	4,378	4,385
流动资产	1,265	5,443	5,048	5,205	5,203
固定资产	3,097	2,904	3,513	4,396	5,422
长期股权投资	26,328	27,280	28,992	30,287	31,673
无形资产	31	32	40	47	54
其他长期资产	1,322	1,796	2,568	3,032	3,310
非流动资产	30,779	32,013	35,112	37,762	40,459
资产总计	32,044	37,455	40,160	42,966	45,662
短期借款	2,830	3,205	4,297	5,344	6,127
应付账款	132	159	169	214	209
其他流动负债	2,346	2,221	2,220	2,221	2,221
流动负债	5,308	5,585	6,686	7,779	8,557
长期借款	1,395	4,149	4,149	4,149	4,149
其他长期负债	63	64	64	64	64
非流动性负债	1,458	4,214	4,214	4,214	4,214
负债合计	6,766	9,799	10,899	11,993	12,770
股本	4,402	4,402	4,402	4,402	4,402
资本公积	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
归属于母公司所有者权益合计	24,832	27,129	28,700	30,379	32,258
少数股东权益	445	528	560	595	633
股东权益合计	25,278	27,657	29,260	30,973	32,891
负债股东权益总计	32,044	37,455	40,160	42,966	45,662

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	8.0	-2.9	17.3	20.3	0.0
营业利润增长率	-3.0	-6.2	8.1	6.8	12.0
净利润增长率	9.3	-17.4	8.8	6.8	12.0
毛利率	49.9	50.4	49.8	50.7	50.7
EBITDA Margin	431.6	419.0	388.9	348.5	390.6
净利率	413.4	351.5	326.2	289.5	324.2
净资产收益率	14.4	10.9	11.2	11.3	11.9
总资产收益率	11.1	7.9	8.0	8.0	8.4
资产负债率	21.1	26.2	27.1	27.9	28.0
所得税率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
股利支付率	37.0	50.8	51.0	51.0	51.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。