



中信证券研究部

核心观点



李想
首席公用分析师
S1010515080002

公司前三季度业绩微降 5.08%，业绩符合预期；雅砻江业绩下滑主因或为电价计提，其对全年业绩影响仍需观察；公司核心资产高度稀缺，中游电站投产临近有望开启新一轮成长；股息率有一定吸引力，受益全球降息周期，公司估值安全边际突出且有较好扩张潜力。维持“买入”评级，目标价 12.40 元。

■ **前三季度业绩微降 5.08%，符合预期。**公司发布业绩快报，1~3Q 归母净利润下滑 5.08%至 26.31 亿元，折算 EPS0.60 元，业绩符合预期。据此推算，Q3 公司归母净利为 14.8 亿元，折算 EPS0.34 元，同比下滑 8.2%，业绩下滑主要归因于雅砻江公司业绩下滑。

■ **雅砻江业绩下滑主因或为电价计提，其全年影响仍需观察。**参考 1~8 月四川省水电利用小时同比增长 2.7%，我们预计雅砻江公司前三季度电量同比增长 2%左右，对应 Q3 发电量基本持平，其业绩下滑或大概率在于电价计提。在假定雅砻江 Q3 发电量同比持平假设前提下，我们估计雅砻江公司 Q3 上网电价同比下滑约 5%。考虑雅砻江公司前三季度的季度电价波动较大，因此雅砻江公司全年均价仍需要等待 Q4 数据方能确认。

■ **雅中电站持续投建，开启新一轮装机成长。**雅砻江中游杨房沟、两河口机组持续投建，合计装机容量达 4,500MW，截至 2019H1 工程进度分别达 27%/41%，首台机组有望于 2021 年中投产，拉开雅中“一库七级”投产序幕，公司中期仍有较好成长动力。雅中直流近期已获批，后续消纳无忧。公司 40 亿元的可转债已获证监会核准批复，发展和分红所需资金保障充分。

■ **风险因素：**电价、来水低于预期；雅中机组投建进度、收益率低于预期。

■ **投资建议：**我们认为个别季度的电价波动并不影响公司的中长期价值。雅砻江水电资产优质，川投估值优势突出，并已充分反映雅中电站回报较低的预期，估值压制因素有望解除。全球降息周期下，公司优质现金流价值进一步凸显，估值有望迎来扩张。我们维持 2019-2021 年盈利预测为 32.38/32.59/34.93 亿元，对应动态 PE 为 14/14/13 倍，维持“买入”评级，目标价 12.40 元。

川投能源	600674
评级	买入（维持）
当前价	10.17 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	10.17/7.83 元
近 1 月绝对涨幅	4.95%
近 6 月绝对涨幅	10.69%
近 12 月绝对涨幅	30.96%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	800	864	857	850	850
营业收入增长率	-20.1	8.0	-0.8	-0.8	0.0
净利润(百万元)	3,265	3,570	3,238	3,259	3,493
净利润增长率	-7.1	9.4	-9.3	0.7	7.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.74	0.81	0.74	0.74	0.79
净资产收益率 ROE%	14.5	14.4	12.0	11.3	11.2
PE	14	13	14	14	13
PB	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 14 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	800	864	857	850	850
营业成本	413	433	431	428	428
毛利率	48.34%	49.87%	49.67%	49.65%	49.65%
营业税金及附加	11	27	21	21	21
销售费用	18	16	16	16	16
营业费用率	2.23%	1.91%	1.91%	1.91%	1.91%
管理费用	127	171	179	186	194
管理费用率	15.87%	19.83%	20.83%	21.83%	22.83%
财务费用	280	302	299	268	244
财务费用率	35.07%	35.03%	34.89%	31.55%	28.73%
投资收益	3,382	3,552	3,363	3,365	3,588
营业利润	3,328	3,227	3,304	3,325	3,564
营业利润率	416.23%	373.73%	385.48%	391.11%	419.19%
营业外收入	1	424	0	0	0
营业外支出	2	12	0	0	0
利润总额	3,327	3,639	3,304	3,325	3,564
所得税	28	34	33	33	36
所得税率	0.84%	0.93%	1.00%	1.00%	1.00%
少数股东损益	35	35	33	33	35
归属于母公司股东的净利润	3,265	3,570	3,238	3,259	3,493
净利率	408.30%	413.41%	377.81%	383.33%	410.85%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	666	729	488	1,099	2,810
存货	55	92	74	82	78
应收账款	320	257	299	275	286
其他流动资产	313	188	169	177	173
流动资产	1,354	1,265	1,030	1,633	3,347
固定资产	3,292	3,097	2,903	2,708	2,514
长期股权投资	21,960	26,328	28,001	29,674	30,392
无形资产	31	31	31	31	31
其他长期资产	2,388	1,322	1,322	1,322	1,322
非流动资产	27,671	30,779	32,257	33,735	34,258
资产总计	29,026	32,044	33,287	35,369	37,606
短期借款	2,710	2,830	2,000	2,000	2,000
应付账款	129	132	134	132	133
其他流动负债	618	2,346	2,344	2,342	2,342
流动负债	3,456	5,308	4,479	4,474	4,475
长期借款	2,600	1,395	1,395	1,395	1,395
其他长期负债	64	63	63	63	63
非流动性负债	2,664	1,458	1,458	1,458	1,458
负债合计	6,121	6,766	5,937	5,932	5,933
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	22,474	24,832	26,872	28,925	31,126
少数股东权益	431	445	478	511	546
股东权益合计	22,905	25,278	27,350	29,436	31,672
负债股东权益总计	29,026	32,044	33,287	35,369	37,606

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,327	3,639	3,304	3,325	3,564
所得税支出	-28	-34	-33	-33	-36
折旧和摊销	197	197	197	197	197
营运资金的变化	70	26	-5	3	-1
其他经营现金流	-3,074	-3,412	-3,064	-3,096	-3,344
经营现金流合计	493	417	398	396	381
资本支出	-11	-4	-3	-3	-3
投资收益	3,027	2,757	3,363	3,365	3,588
其他投资现金流	-1,769	-2,151	-1,673	-1,673	-718
投资现金流合计	1,248	603	1,688	1,689	2,868
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-750	-210	0	0	0
股息支出	-1,211	-1,321	-1,198	-1,206	-1,292
其他融资现金流	612	571	-1,129	-268	-244
融资现金流合计	-1,349	-959	-2,327	-1,474	-1,537
现金及现金等价物净增加额	392	61	-241	611	1,712

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	-20.1	8.0	-0.8	-0.8	0.0
营业利润增长率	-6.8	-3.0	2.4	0.7	7.2
净利润增长率	-7.1	9.4	-9.3	0.7	7.2
毛利率	48.3	49.9	49.7	49.6	49.6
EBITDA Margin	476.0	431.6	443.3	445.8	471.1
净利率	408.3	413.4	377.8	383.3	410.9
净资产收益率	14.5	14.4	12.0	11.3	11.2
总资产收益率	11.2	11.1	9.7	9.2	9.3
资产负债率	21.1	21.1	17.8	16.8	15.8
所得税率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
股利支付率	37.1	37.0	37.0	37.0	37.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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. 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；在欧盟由 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、35 及 36 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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

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，可能不易变现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、集团及其他附属机构的流动。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 2019 版权所有。保留一切权利。