

川投能源 (600674)

Q3 计提政府让利, 雅砻江投资收益下降

——川投能源 2019 三季度报点评

	周妍 (分析师)	张爱宁 (研究助理)
	010-59312768	010-83939820
	zhouyan016534@gtjas.com	zhangaining@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880118090014

本报告导读:

雅砻江量增价减, 投资收益下滑, 公司 Q3 业绩有所下滑; 可转债发行方案获证监会通过, 雅砻江中游电站投产有望增厚公司业绩。

投资要点:

- **投资建议:** 维持 2019-2021 年 EPS 预测为 0.74、0.74、0.82 元, 考虑到雅砻江中游在建, 投产后业绩有望显著增厚, 给予 19 年略高于行业平均的 18 倍 PE, 维持目标价 13.13 元, 维持“增持”。
- **事件:** 公司发布三季度报, 2019Q3 营收 2.59 亿元, 同比下降 1.1%, 归母净利润 14.77 亿元, 同比下降 8.2%。业绩符合预期。
- **2019Q3 归母净利润同比下滑主要由于雅砻江投资收益同比减少 1.4 亿元。** 1) 雅砻江量增价减, 投资收益同比减少 1.4 亿, 同比下降 8.7%: 2019Q3 雅砻江电量 267.9 亿千瓦时, 同比增长 1.9% (虽然来水偏枯, 但弃水量减少), 含税电价同比下降 7.7% (税后电价同比下降 5%), 主要由于锦屏官地因 2019 年电价压力较大, 在 Q3 计提了让利, 锦屏官税后电价同比下降 6.1%; 2) 大渡河贡献 0.08 亿投资收益: 大渡河自 2018 年 11 月起改为权益法核算, 2019Q3 贡献投资收益 0.08 亿元, 去年同期为 0。
- **可转债发行方案获证监会通过, 雅砻江中游电站 (两河口、杨房沟) 即将投产。** 公司拟发行不超过 40 亿可转债用于增资雅砻江水电, 具体用于中游杨房沟水电站的建设, 该方案已于 9 月 17 日获得证监会核准批复。雅砻江中游的两河口 (300 万千瓦) 和杨房沟电站 (150 万千瓦) 正在建设中, 将于 2011-2023 年间投产, 其配套的送出工程雅中特高压也正在建设中, 电站投产后有望进一步增厚公司业绩。
- **风险提示:** 用电需求不达预期, 来水不达预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	798	864	867	867	867
(+/-)%	-20%	8%	0%	0%	0%
经营利润 (EBIT)	230	197	230	218	210
(+/-)%	-13%	-14%	17%	-5%	-4%
净利润 (归母)	3,265	3,570	3,244	3,268	3,599
(+/-)%	-7%	9%	-9%	1%	10%
每股净收益 (元)	0.74	0.81	0.74	0.74	0.82
每股股利 (元)	0.30	0.28	0.30	0.27	0.28

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	28.8%	22.8%	26.5%	25.1%	24.2%
净资产收益率 (%)	14.5%	14.4%	12.1%	11.4%	11.5%
投入资本回报率 (%)	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
EV/EBITDA	110.56	121.88	200.89	202.41	198.41
市盈率	13.08	11.96	13.16	13.07	11.87
股息率 (%)	3.1%	2.8%	3.1%	2.8%	2.8%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 13.13

上次预测: 13.13

当前价格: 9.70

2019.10.28

交易数据

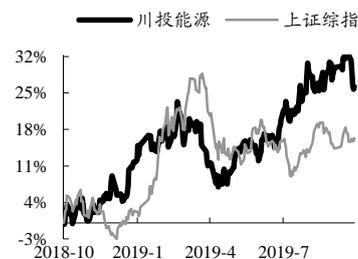
52 周内股价区间 (元)	7.88-10.25
总市值 (百万元)	42,701
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,402/4,402
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	9.42
日均成交值 (百万元)	91.51

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	26,142
每股净资产	5.94
市净率	1.6
净负债率	13.56%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.19	0.17
Q2	0.08	0.09
Q3	0.37	0.34
Q4	0.18	0.14
全年	0.81	0.74

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	6%	24%
相对指数	-3%	6%	10%

相关报告

《半年报业绩符合预期, 集团资产有望注入》
2019.08.21

《2018 业绩超预期, 2019Q1 雅砻江电价显著下滑》2019.04.19

《雅砻江投资收益增加, 2018 年业绩超预期》
2019.01.15

《变更参股公司会计核算方法, 投资收益有望增加》2019.01.03

《雅砻江业绩略超预期, 雅中直流核准在即》
2018.10.25

模型更新时间: 2019.10.28

股票研究

公用事业
电力

川投能源 (600674)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.13**

上次预测: 13.13

当前价格: 9.70

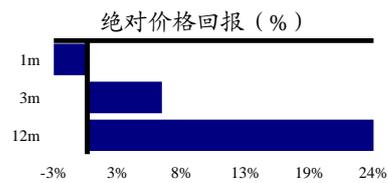
公司网址

www.scte.com.cn

公司简介

公司是四川省投资集团旗下从事电力生产的上市公司,公司通过一系列资产重组和稳健经营,确立了以水电清洁能源为主和铁路信息产业为辅的发展格局,逐步成长为主业稳固、业绩优良、运作规范、公司治理佳、市场形象优的上市公司,入选沪深 300 指数、上证 180 指数样本股、“上市公司治理板块样本股”。

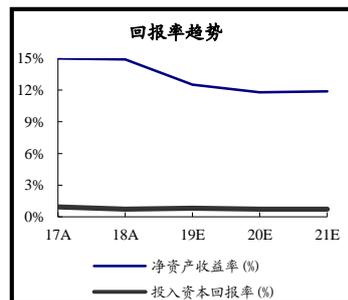
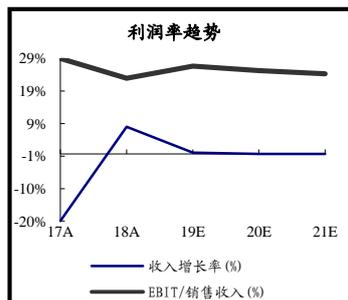
公司坚持秉承“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念,始终把全体股东利益最大化作为追求的目标。



52 周价格范围 7.88-10.25
市值 (百万) 42,701

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	798	864	867	867	867
营业成本	413	433	447	447	447
税金及附加	11	27	26	26	26
销售费用	18	16	18	18	18
管理费用	104	171	124	136	144
EBIT	230	197	230	218	210
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3,382	3,552	3,456	3,478	3,772
财务费用	280	302	374	360	308
营业利润	3,328	3,227	3,312	3,336	3,674
所得税	28	34	33	33	37
少数股东损益	35	35	34	35	38
归母净利润	3,265	3,570	3,244	3,268	3,599
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	666	729	3,079	3,445	5,865
其他流动资产	688	537	12	12	12
长期投资	21,960	26,328	26,328	26,328	26,328
固定资产合计	3,292	3,097	3,097	3,097	3,097
无形及其他资产	2,419	1,353	1,278	1,278	1,278
资产合计	29,026	32,044	33,795	34,160	36,581
流动负债	3,456	5,308	4,890	3,160	3,160
非流动负债	2,664	1,458	1,695	1,695	1,695
股东权益	22,905	25,278	27,210	29,305	31,726
投入资本(IC)	25,483	29,432	29,468	29,468	29,468
现金流量表					
NOPLAT	228	195	228	216	208
折旧与摊销	200	198	0	0	0
流动资金增量	-201	-40	48	0	0
资本支出	-11	-3	0	0	0
自由现金流	217	350	276	216	208
经营现金流	493	417	131	185	173
投资现金流	1,248	603	3,494	3,478	3,772
融资现金流	-1,349	-959	-1,274	-3,297	-1,524
现金流净增加额	392	61	2,351	365	2,421
财务指标					
成长性					
收入增长率	-20.3%	8.2%	0.4%	0.0%	0.0%
EBIT 增长率	-13.2%	-14.4%	16.8%	-5.2%	-3.6%
净利润增长率	-7.2%	9.4%	-9.1%	0.7%	10.1%
利润率					
毛利率	48.3%	49.9%	48.5%	48.5%	48.5%
EBIT 率	28.8%	22.8%	26.5%	25.1%	24.2%
归母净利润率	408.9%	413.4%	374.3%	377.0%	415.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.5%	14.4%	12.1%	11.4%	11.5%
总资产收益率(ROA)	11.2%	11.1%	9.6%	9.6%	9.8%
投入资本回报率(ROIC)	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
运营能力					
存货周转天数	50	62	0	0	0
应收账款周转天数	202	155	0	0	0
总资产周转天数	12,764	12,906	13,864	14,309	14,896
净利润现金含量	15.1%	11.7%	4.0%	5.6%	4.8%
资本支出/收入	1.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	21.1%	19.5%	14.2%	13.3%
净负债率	19.1%	19.1%	19.5%	14.2%	13.3%
估值比率					
PE(现价)	13.08	11.96	13.16	13.07	11.87
PB	1.90	1.72	1.60	1.48	1.37
EV/EBITDA	110.56	121.88	200.89	202.41	198.41
P/S	53.48	49.45	49.27	49.27	49.27
股息率	3.1%	2.8%	3.1%	2.8%	2.8%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		